جامعة الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير

إعداد المترشح:
هواري سويسي

إشراف الأستاذ الدكتور:
عبد المجيد قدي

لجنة المناقشة:

- أ د. إسماعيل عرباجي .... رئيسا
- أ د. عبد المجيد قدي .... مقررا
- أ د. محمد براق .... عضوا
- د. أحمد زغدار .... عضوا
- د. الشيخ الداوي .... عضوا
- د. مراد ناصر .... عضوا

السنة الجامعية 2008/2007

جامعة الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير

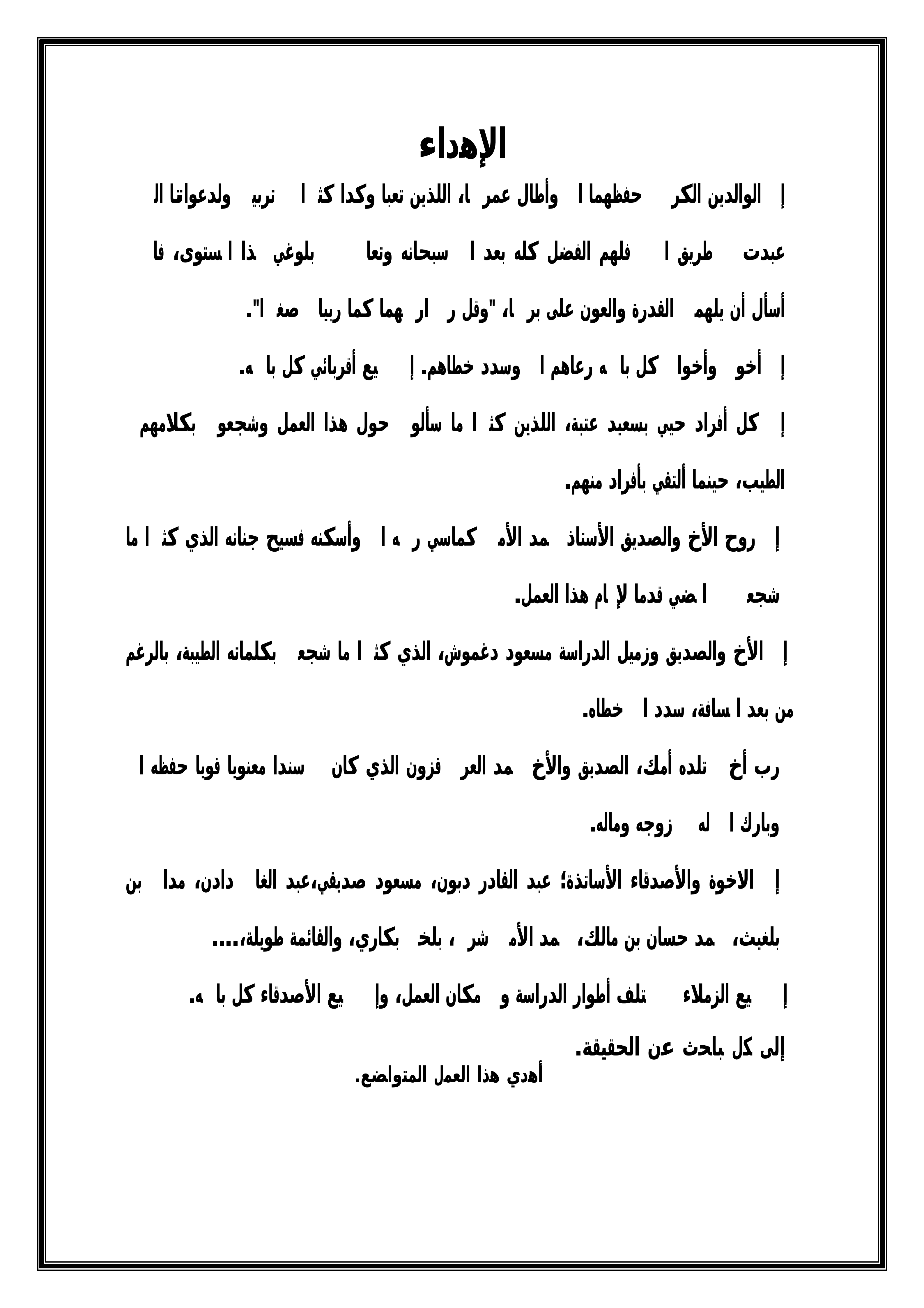
إعداد المترشح:
هواري سويسي

إشراف الأستاذ الدكتور:
عبد المجيد قدي

لجنة المناقشة:

- أ د. إسماعيل عرباجي .... رئيسا
- أ د. عبد المجيد قدي .... مقررا
- أ د. محمد براق .... عضوا
- د. أحمد زغدار .... عضوا
- د. الشيخ الداوي .... عضوا
- د. مراد ناصر .... عضوا

السنة الجامعية 2008/2007



الإهداء

إ الوالدين الكر حفظهما ا وأطال عمر ا، اللذين تعبا وكدا كث ا تربي ولدعواتنا ال

عبدت طريق ا فلهم الفضل كله بعد ا سبحانه وتعا بلوغي ذا ا ستوى، فا

أسأل أن يلهم القدرة والعون على بر ا، "وقل ر ار هما كما ربيا صغ ا".

إ أخو وأخوا كل با ه رعاهم ا وسدد خطاهم. إ يع أقربائي كل با ه.

إ كل أفراد حيي بسعيد عتبة، اللذين كث ا ما سألو حول هذا العمل وشجعو بكلامهم

الطيب، حينما ألتقي بأفراد منهم.

إ روح الأخ والصديق الأستاذ مد الأم كماسي ر ه ا وأسكنه فسيح جنانه الذي كث ا ما

شجع ا ضي قدما لإ ام هذا العمل.

إ الأخ والصديق وزميل الدراسة مسعود دغموش، الذي كث ا ما شجع بكلماته الطيبة، بالرغم

من بعد ا سافة، سدد ا خطاه.

رب أخ تلده أمك، الصديق والأخ مد العر فزون الذي كان سندا معنويا قويا حفظه ا

وبارك ا له زوجه وماله.

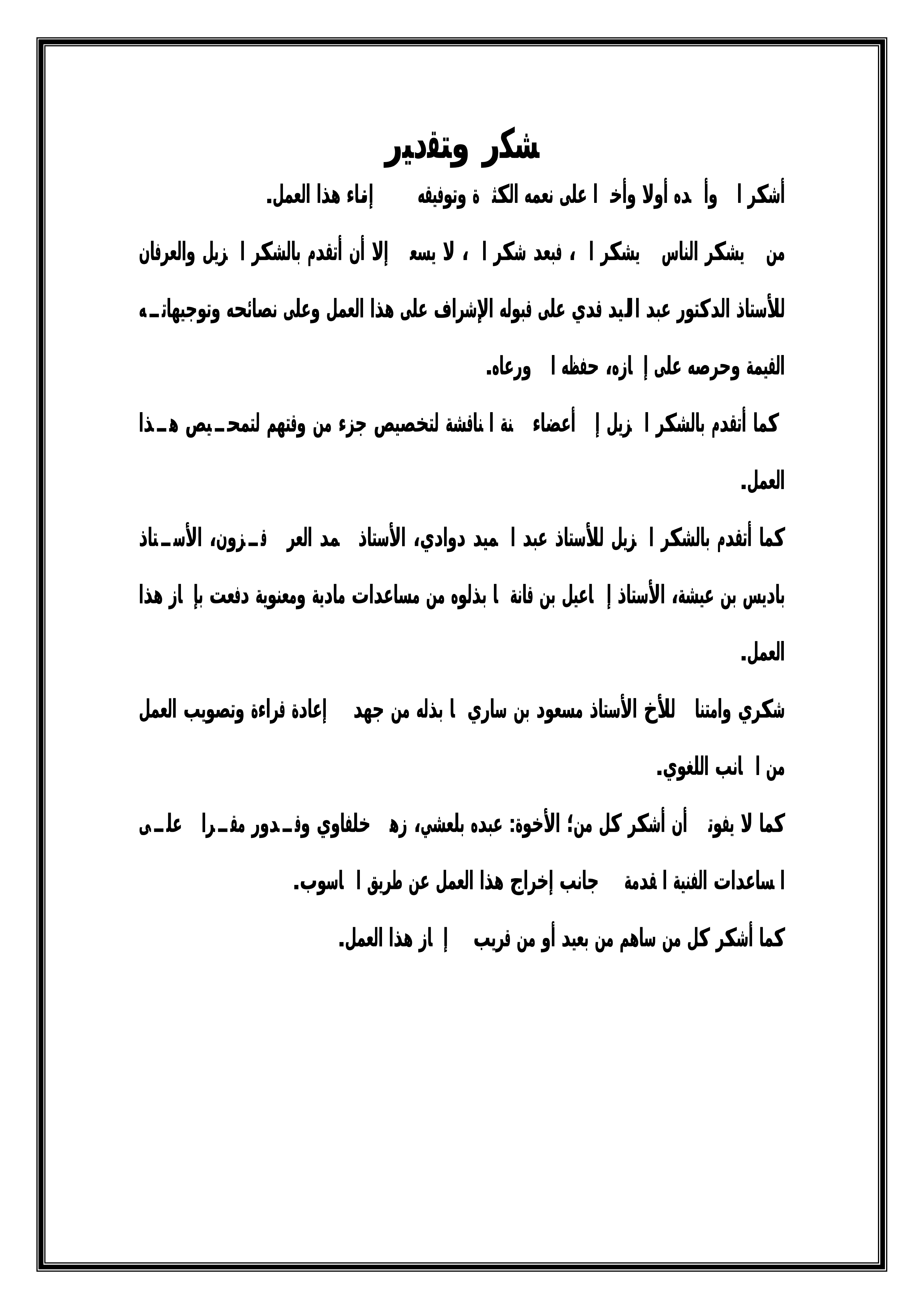
إ الاخوة والأصدقاء الأساتذة؛ عبد القادر دبون، مسعود صديقي،عبد الغا دادن، مدا بن

بلغيث، مد حسان بن مالك، مد الأم شر ، بلخ بكاري، والقائمة طويلة،....

إ يع الزملاء تلف أطوار الدراسة و مكان العمل، وإ يع الأصدقاء كل با ه.

إلى كل باحث عن الحقيقة.

أهدي هذا العمل المتواضع.



شكر وتقدير

أشكر ا وأ ده أولا وأخ ا على نعمه الكث ة وتوفيقه إتناء هذا العمل.

من يشكر الناس يشكر ا ، فبعد شكر ا ، لا يسع إلا أن أتقدم بالشكر ا زيل والعرفان للأستاذ الدكتور عبد ا يد قدي على قبوله الإشراف على هذا العمل وعلى نصائحه وتوجيهاتـه القيمة وحرصه على إ ازه، حفظه ا ورعاه.

كما أتقدم بالشكر ا زيل إ أعضاء نة ا ناقشة لتخصيص جزء من وقتهم لتمحـيص هـذا العمل.

كما أتقدم بالشكر ا زيل للأستاذ عبد ا ميد دوادي، الأستاذ مد العر قـزون، الأسـتاذ باديس بن عيشة، الأستاذ إ اعيل بن قانة ا بذلوه من مساعدات مادية ومعنوية دفعت بإ از هذا العمل.

شكري وامتنا للأخ الأستاذ مسعود بن ساري ا بذله من جهد إعادة قراءة وتصويب العمل من ا انب اللغوي.

كما لا يفوت أن أشكر كل من؛ الأخوة: عبده بلعشي، زه خلفاوي وقـدور مقـرا علـى ا ساعدات الفنية ا قدمة جانب إخراج هذا العمل عن طريق ا اسوب.

كما أشكر كل من ساهم من بعيد أو من قريب إ از هذا العمل.

ملخص:

تعالج هذه الأطروحة موضوع تقييم المؤسسات في ظل التحولات الاقتصادية التي تشهدها الجزائر، بشكل يغطي مختلف أبعاده، مركزة أكثر على علاقته باتخاذ القرار ومتجاوزة بذلك الطرح الكلاسيكي للموضوع؛ بتناوله ضمن دائرة عمليات الخصخصة دون سواها من الدوافع الأخرى.

في هذا الإطار، تناول البحث الموضوع من زاويتين؛ ليشمل أغراض التفاوض، وذلك حينما يكون هناك طرفين في العملية مثل ما يحدث في عمليات التنازل بين البائع والمشتري، حيث تم التطرق إلى المنهجية السليمة التي تسمح بالوصول لقيم موضوعية للمؤسسات؛ ويشمل أيضا أغراض اتخاذ القرار لفائدة مسيري المؤسسات والمستثمرين الماليين كوسيلة تساعد في ترشيد قراراتهم، إذ تم التطرق لكفاءة بورصة القيم وعلاقتها بتقييم المؤسسات، دور التقييم في اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين، أثر القرارات الاستراتيجية والمالية على قيمة المؤسسة، التسيير بالقيمة داخل المؤسسة.

بعد استعراض الإطار النظري والمفاهيمي للموضوع ودراسة العلاقات المترابطة للموضوع، حاولنا في الجانب الميداني للبحث الوقوف على واقع وآفاق ممارسة تقييم المؤسسات في الجزائر من خلال استقصاء آراء المهنيين والأكاديميين المهتمين بالموضوع من جهة، واستعمال أدوات دراسة الحالة من ملاحظة ومقابلة وتحليل مختلف الوثائق المتاحة والتي مست بورصة القيم وإحدى المؤسسات الاقتصادية المختارة (مجمع صيدال) من جهة أخرى، الأمر الذي مكننا من اختبار الفرضيات واستخلاص النتائج التي اعتمدت في النهاية لتقديم اقتراحات وتوصيات بشأن الموضوع.

الكلمات المفتاح: تقييم المؤسسة، قيمة المؤسسة، اتخاذ القرار، بورصة القيم، كفاءة البورصة، نظام التسيير بالقيمة، نظام التسيير الاستراتيجي بالقيمة، خلق القيمة، القرارات الاستراتيجية، القرارات المالية، قرارات التمويل، قرارات التوسع الداخلي، قرارات التوسع الخارجي، القيمة الاقتصادية المضافة، التدفق النقدي المتاح، التحليل الفني، التحليل الأساسي، تكلفة رأس المال.

Résumé :

Notre étude a pour objectif l'évaluation des entreprises à l'ombre des mutations économiques en Algérie dans ses différentes dimensions. Cette étude s'articule surtout sur ses relations avec la prise de décision dépassant ainsi le traitement traditionnel de cette question et qui se limite aux opérations de privatisation.

Dans ce cadre, nous avons traité ce sujet selon deux aspects : Le premier s'est l'évaluation des entreprises dans le contexte de négociation.Le deuxième aspect, l'évaluation des entreprises dans le contexte de la prise de décision, notamment pour les gestionnaires des entreprises et les investisseurs financiers comme outil d'aide à la décision.

Après avoir établi un cadre conceptuel et après étudié les grandes questions relatives à notre sujet, nous avons essayé dans l'étude empirique de connaître la situation et les perspectives de l'évaluation des entreprises en Algérie à travers une enquête par questionnaire auprès des professionnels et académiciens intéressés par ce sujet. D'un autre coté, nous étude repose sur l'étude de cas Group Saidal et l'analyse des différents informations et documents que nous avons recueillis et qui concernent la bourse des valeurs. Ce qui nous a permis de tester les hypothèses et d'en tirer des résultats et conclusions qui nous ont permis d'élaborer des propositions et des recommandations.

Mots clés : Evaluation de l'entreprise, Valeur de l'entreprise, La prise de décision, La bourse des valeurs, Efficience de marché, Système de gestion par la valeur, système de gestion stratégique par la valeur, La création de valeur, Les décisions stratégiques, les décisions Financiers, les décision de financement, les décisions de croissance externe, les décisions de croissance interne, La valeur économique ajouté, Le cash flow disponible, L'analyse technique, L'analyse fondamentale, Coût de capital

فهرس المحتويات

قائمة الأشكال البيانية

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

المقدمـ ـ ـة العامـ ـ ـ ـة

1. طرح مشكلة البحث.
2. فرضيات البحث.
3. مبررات اختيار الموضوع.
4. أهمية الدراسة.
5. تحديد إطار الدراسة.
6. أهداف البحث.
7. المنهج والأدوات المستخدمة في البحث.
8. الدراسات السابقة في الموضوع.
9. مساهمة البحث.
10. خطة وهيكل البحث.

المقدمة العامة:

1. طرح مشكلة البحث:

لقد دخلت الجزائر منذ مطلع التسعينات من القرن العشرين مرحلة تحول تميزت بإصلاحات اقتصادية كبرى ترمي إلى التوجه نحو اقتصاد السوق، على غرار ما تشهده الدول التي كانت تنتهج نظام الاقتصاد الموجه. وهذا من شأنه أن يفرز وضعية جديدة للاقتصاد الوطني، تختلف عن ما سبق اختلافا كبيرا وجوهريا، بالنظر لاعتماده على آليات السوق في تحديد الأسعار، وارتكازه على فرضية رشادة الأعوان الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم. كما يتميز هذا التحول ويدفع نحو الانفتاح الاقتصادي على العالم.

يفترض في هذه الوضعية الجديدة أن تلقي بظلالها على سلوك الأعوان الاقتصاديين وأدوارهم، فيتغير دور الدولة من المتدخل في الحياة الاقتصادية (المنتج من خلال امتلاكها للمؤسسات) إلى المنظم عن طريق السياسة الاقتصادية (السياسة المالية والنقدية). كما تسترجع المؤسسة الاقتصادية دورها الحقيقي المتمثل في تحقيق الربح وخلق الثروة (هدف اقتصادي) بعدما كان هدفها موجها أكثر نحو خدمة الخطة. وفي ظل ذلك، يتوفر لقطاع العائلات -المتميز بسلوك الاستهلاك والادخار- بدائل واسعة في الاستهلاك (منتجات وطنية وأجنبية)، وتصبح لديه فرص أكبر في توظيف المدخرات (بنوك ، بورصة قيم،...).

وفي خضم ذلك، وباعتبار الأهمية التي تتميز بها المؤسسة الاقتصادية في أي نظام اقتصادي كونها تمثل مصدرا لخلق القيمة وتوزيع الدخل، من الضروري أن تكيف نفسها وتغير سلوكها في ظل هذه الوضعية الجديدة، التي أصبح بموجبها السوق منفتحا، مع تحرير مجمل القطاعات الاقتصادية، الأمر الذي يضعها أمام حالة منافسة داخلية وخارجية حقيقية، مما يستدعي من القائمين على إدارتها -لمجابهة ذلك- تبني أدوات تسيير حديثة تستجيب لمعطيات هذه المرحلة وتمكنها من الاستمرار والبقاء.

من بين ما يقتضي اقتصاد السوق، وجود بورصة قيم فعالة، تمكن من التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، إضافة للعب دور الترمومتر الذي يقيس صحة وحالة الاقتصاد الوطني. وأحد عوامل نجاح هذا الفضاء هو رشادة الأطراف الفاعلة فيه (المتدخلة؛ المستثمرون الماليون والمؤسسات المدرجة والحكومة)، لذا لابد من بين ما يتم اتخاذه في هذا الإطار هو أن يتوفر لهؤلاء أدوات تسيير فعالة تمكنهم من ترشيد قراراتهم.

ولعل من أهم أدوات التسيير المشار إليها هي تبني عملية تقييم المؤسسة (و/أو أسهمها) لمختلف الأطراف المعنية، خاصة المستثمرين منهم والمسيرين لترشيد قراراتهم كل حسب مركزه في سبيل تحقيق الهدف المعاصر للمؤسسة – حسب النظرية المالية الحديثة- المفضي إلى استمرارها، والمتمثل في تعظيم قيمتها.

تشهد الجزائر عمليات إصلاح غير مسبوقة تستهدف المؤسسة الاقتصادية العمومية ومن بينها برنامج خصخصتها، الأمر الذي ينتج عنه طرفي تفاوض هما البائع ممثلا في الدولة والمشترين المحتملين. ففي ظل إجراءات التفاوض، الناتجة أساسا عن عمليات الخصخصة، التصفية، الاندماج أو الشراكة أو أي عملية تستدعي وجود طرفي تفاوض بشأن المؤسسة، يتعين على المهتمين بالمؤسسة خاصة منهم الدولة بوصفها المالك أن تعتمد تقييما موضوعيا يقف على القيمة الحقيقية لها، حيث يمكنها من الحفاظ على مقدرات الشعب من جهة، كما يفضي إلى إنجاح عملية التفاوض إذا ما كانت تلك القيمة الحقيقية المتوصل إليها تدخل في المجال المحدد من طرف المشتري المحتمل من جهة أخرى.

إن بروز بورصة القيم – التي تعد إحدى الركائز الأساسية لاقتصاد السوق- أفرزت وكرست انفصال الملكية عن التسيير، وبات يعكف على إدارة المؤسسة مسيرون محترفون Managers يعرضون خدماتهم في أسواق أعدت لهذا الغرض. نجد أن قيمة المؤسسة و/أو أسهمها بالبورصة بارتفاعها أو انخفاضها أو استقرارها تمثل مؤشرا هاما على نوعية ومستوى أداء المؤسسة، وبالتالي أداء طاقمها المسير. غير أنه، لكي تلعب بورصة القيم هذا الدور (رقابي) في تقييم أداء المؤسسات المدرجة بها ينبغي عليها أن تتميز بمستوى مقبول من الكفاءة، بحيث يصبح سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة.

وعليه، فكلما كان السوق المالي يتمتع بكفاءة عالية كلما كانت أسعار الأسهم المتداولة به مقاربة لقيمها الحقيقية، وبالتالي القيمة الحقيقية للمؤسسة. إلا انه في ظل عدم تميز السوق بالكفاءة تبرز وتزداد أهمية تقييم أسهم المؤسسة للوقوف على القيمة المحورية (الحقيقية) Valeur intrinsèque لكي تتخذ على إثرها قرارات البيع، الشراء أو الاحتفاظ من طرف المستثمرين الماليين للحصول على أرباح إضافية.

يدرك الدارسون والباحثون في مجال مالية المؤسسة أن الفكر المالي الحديث يرتكز على نظرية قيمة المؤسسة، حيث يشير في سياقها إلى أن هدف المؤسسة الاقتصادية المعاصر هو تعظيم قيمتها الاقتصادية. نظرا لما له من انعكاس وفائدة على جميع الأطراف المعنية بالمؤسسة (الملاك الحاليون والمتوقعون، الدائنون، العاملون، المجتمع...). لذلك تسعى إدارة المؤسسة إلى توجيه مجمل قراراتها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في خدمة هذا الهدف الاستراتيجي (تعظيم القيمة)، كونه هو الذي يعمل على الحفاظ على بقاء واستمرارية المؤسسة خاصة في ظل اقتصاد السوق المتميز بالانفتاح والمنافسة. فمن بين القرارات المتخذة على مستوى المؤسسة هناك قرارات استراتيجية، لها الأثر البالغ على مستقبل واستمرارية المؤسسة وعلى قيمتها الاقتصادية. ويندرج ضمن هذا النوع من القرارات قرار التوسع الداخلي، القرارات المتعلقة بالهيكل المالي، إضافة إلى قرارات التوسع الخارجي(التنازل، الاندماج، التفريق، السيطرة، الشراكة،...) والتي كلها تصنف ضمن القرارات المالية.

في ظل ما سبق ذكره، تتبلور معالم الإشكالية الأساسية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

"في ظل الانتقال إلى اقتصاد السوق بالجزائر، وفي ظل إجراءات التفاوض حول المؤسسات العمومية، ما مدى أهمية تقييم المؤسسات وفعاليته كأداة لترشيد قرارات الأطراف المعنية بالمؤسسة كل حسب مركزه ؟"

من خلال ذلك، يمكن أن نطرح الإشكاليات الفرعية التالية:

1- ما مدى تأثير تنوع وتباين مداخل وطرق قياس قيمة المؤسسة على الوقوف على القيمة الحقيقية أو مجال القيم المفضي لإرضاء الأطراف في ظل إجراءات التفاوض ؟
2- كيف يمكن لعملية تقييم المؤسسة (و/أو أسهمها) من لعب دور في تفعيل كفاءة بورصة القيم؟ وما دور تقييم أسهم الشركات المسعرة في ترشيد قرارات المستثمرين الماليين الحاليين والمرتقبين؟
3- ما تأثير القرارات المالية والقرارات ذات الطبيعة الاستراتيجية على قيمة المؤسسة؟
4- إلى أي مدى يمكن تبني نظام التسيير بالقيمة من تفعيل أنظمة القرار داخل المؤسسة (خاصة القرارات المالية والاستراتيجية)؟

5- ما هو واقع وأفاق الممارسة الميدانية لتقييم المؤسسات في الجزائر؟

2. فرضيات البحث:

قصد دراسة وتحليل هذا الموضوع ومحاولة الإجابة على إشكالياته، سنعتمد الفرضية الأساسية الآتية:

"يؤدي تبني تقييم المؤسسة بشكل منهجي ومدروس إلى إنجاح إجراءات التفاوض وترشيد قرارات الأطراف المهتمة بالمؤسسة كل حسب مركزه (المسيرين و المستثمرين الماليين)".

تقودنا هذه الفرضية الرئيسية إلى طرح فرضيات جزئية على نحو يساعد البحث للوصول إلى أهدافه، وذلك كما يلي:

1- يعبر تعدد مداخل وطرق تقييم المؤسسات عن وضعيات، ظروف ودوافع مختلفة للعملية، تبرز بشكل جلي أثناء عملية التقييم لأغراض التفاوض.

2- تتحدد قيمة المؤسسة بناء على مجموعة من العوامل (المتغيرات) تجعل من طريقة تقييم أو مجموعة طرق تقييم معينة صالحة لها دون أخرى؛

3- يؤدي تبني تقييم المؤسسة إلى ترشيد مختلف قرارات المستثمرين الماليين، بما يؤدي إلى المساهمة في تفعيل كفاءة بورصة القيم.

4- يساعد تبني نظام التسيير بالقيمة داخل المؤسسة- الذي تعد عملية التقييم أحد ركائزه الهامة- المسيرين على ترشيد القرارات المالية والاستراتيجية بدفعها نحو تعظيم قيمة المؤسسة.

3. مبررات اختيار الموضوع:

تبرز مبررات اختيار الموضوع من خلال ما يلي:

- أهمية موضوع تقييم المؤسسات في الميدان، وتعاظم دوره بالأخص في مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق التي تتميز بإصلاحات اقتصادية جذرية تمس الجانب الكلي من أبرزها إنشاء بورصة القيم، كما تمس الجانب الجزئي وعلى رأسه المؤسسة الاقتصادية وما تعرفه من إعادة هيكلة وخصخصة. إضافة إلى ذلك يشهد الاقتصاد في هذه المرحلة انفتاحا وتحررا لمختلف قطاعاته، مما يعطي ديناميكية للمنافسة، وبذلك تجبر المؤسسة الاقتصادية على تبني أدوات التسيير الحديثة التي تمكنها من البقاء والاستمرار. فأمام هذا الوضع كله، يبرز نشاط تقييم المؤسسات بقوة، مما يحتم علينا كأكاديميين ومهنيين من وضعه حيز الدراسة للمساهمة في ضبط ممارسته وتقويمه.

- إعطاء بعد آخر لتقييم المؤسسات وإخراجه من دائرة مفهومه الضيق الذي نتج عن طغيان أحد الدوافع على مختلف الدوافع الأخرى، والمتمثل في الخصخصة في الجزائر وفي كثير من البلدان التي تطبق برامج الخصخصة في إطار انتقالها نحو اقتصاد السوق، مما أعطى انطباعا لدى البعض بانحصار نشاط تقييم المؤسسات في خانة موضوع الخصخصة فقط.

- في ظل الانفتاح الاقتصادي الذي يعرفه البلد، تتعالى النداءات من طرف أغلبية الأكاديميين والباحثين المتبعين لشؤون المؤسسة وشؤون تسييرها بضرورة اعتماد المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على أدوات التسيير الحديثة، لكي تخرجها من الصعوبات الموروثة من الممارسات السابقة من جهة، ومن جهة أخرى لغرض مجابهة تداعيات الولوج لاقتصاد السوق، مما يفرز

وضعية تنافسية شديدة بالأخص أمام منتجات كبريات الشركات العالمية. لذلك تأتي هذه الدراسة لتقترح أسلوب تسيير متطور للمؤسسات يتماشى مع هذه المرحلة، يعتمد على التسيير وفق القيمة.

- إن الحالة التي تشهدها بورصة القيم من ركود كبير، بعد مرور فترة ليست بالقصيرة من إنشائها، جعلتنا نحاول أن نطرح بعض الحلول بشأن تفعيلها، إذ تمثل إسهامنا في التركيز على المتدخلين فيها من خلال محاولة تحسيس المستثمرين الماليين بأساليب لتسيير محافظهم الاستثمارية، حيث لفتنا الانتباه لمساهمة تقييم الأسهم في ترشيد قراراتهم، مما يكسبهم ثقافة بورصية مبنية على أسس سليمة، الأمر الذي يدفع البورصة خطوات نحو تحقيق مستو مقبول من الكفاءة المنشودة.

- إن تزامن حداثة نشاط تقييم المؤسسات في الجزائر، مع تزايد الطلب عليه في ظل هذه المرحلة المتميزة بالإصلاحات الاقتصادية، يستدعي الوقوف عليه ودراسته كي نقدم إسهاما للممارسين الذين في غالبيتهم من المحاسبين من خلال تسليط الضوء على التجارب الدولية في مجال ضبط هذا النشاط ومحاولة تقديم الإطار النظري له، المهم جدا للممارسين أثناء قيامهم بمهمة التقييم، خاصة في ظل تجاهل و/أو غياب هذا الإطار النظري لدى الكثير من هؤلاء المهنيين المحليين. وكذلك الأمر بالنسبة لنشاط تسيير المحافظ المالية وما يتطلبه من أدوات تحليل وتقييم الأسهم، خاصة إذا علمنا أن بورصة القيم مازالت في مراحلها الأولية، مما يدعونا لتقديم تقييم الأسهم بشقه النظري والميداني للمهتمين بالاستثمار في الأوراق المالية في الجزائر.

- إدراك الباحث لكل ما سبق ذكره، باعتباره مهنيا وممارسا في مجال المحاسبة (حاصل على شهادة محافظ حسابات وخبير محاسبي في نهاية التربص) من جهة، وبحثه وتدريسه في الجامعة لمواضيع ذات صلة مباشرة بموضوع التقييم ويتعلق الأمر بالأسواق المالية والتحليل والاستراتيجية المالية للمؤسسة (مالية المؤسسة) من جهة أخرى.

4. أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الموضوع في تناوله في مرحلة تشهد فيها الجزائر تحولا نحو اقتصاد السوق، الأمر الذي أدى إلى بروز سوق لتقييم المؤسسات بتقسيماته، وطلب هذه الخدمات بشكل واسع، خاصة لغرض الخصخصة. يضاف إلى ذلك الطلب الكامن لهذا النشاط في مجال آخر لا يقل أهمية عن سابقه، إذا ما علمنا أن السلطات الوصية تسعى لتطوير بورصة القيم، مما يتطلب وجود تقييم المؤسسات كأحد العناصر الأساسية لتسيير المحافظ الاستثمارية داخل البورصة.

يستمد البحث أهميته كذلك، من الضرورة الملحة لاعتماد المؤسسات الاقتصادية لأدوات التسيير الحديثة في ظل الانفتاح المتزايد للاقتصاد. وباعتبار أن العالم اليوم أصبح متقاربا بفضل العولمة، ومع بروز حوكمة المؤسسة كأحد الأنماط الجديدة المساعدة في التسيير دفعت ببروز مفهوم خلق القيمة كهدف تنشده المؤسسات، نجد أن التسيير بالقيمة يفرض نفسه كبديل قوي لأنظمة التسيير الأخرى في ظل الظروف المحيطة بالمؤسسة في هذه المرحلة.

5. تحديد إطار الدراسة:

تحاول هذه الأطروحة أن تقف على موضوع تقييم المؤسسات بشكله الموسع، وذلك بالتطرق إلى الموضوع من زاويتين:

- تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض: وذلك حينما يكون هناك طرفان في العملية مثل ما يحدث في عمليات التنازل بين البائع والمشتري، إذ يتمثل هدف التقييم، في هذا الإطار، في الوصول إلى القيمة أو مجال القيمة الذي يفضي إلى تقريب الرؤى بين الطرفين لإنجاح عملية التفاوض.
- تقييم المؤسسة لأغراض اتخاذ القرار: بمعنى أن كل طرف مهتم بالمؤسسة خاصة منهم المسيرين، وفي ظل هدفهم المنشود كما تركز عليه النظرية المالية والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، يحاولون عند أي اتخاذ قرار أن يراعوا ذلك الهدف، وبالتالي فهم يتخذون القرارات بناء على مدى إسهامها في تعظيم قيمة المؤسسة (خاصة منها القرارات المالية والاستراتيجية). إضافة إلى إبراز أهمية تقييم المؤسسة وأسهمها بالنسبة للمؤسسات المسعرة، لصالح المستثمر المالي قصد اتخاذ القرارات المرتبطة بتسيير حافظته، وكذلك لجعل البورصة تتمتع بكفاءة مقبولة تخولها لتصبح المكان المناسب لإعطاء القيمة الحقيقية للمؤسسة ومن ثم تقييم أداء مسيري المؤسسة.

لذا فالأطروحة، تحاول -كما سبق وأن أشرنا- تناول موضوع تقييم المؤسسة بمفهومه الموسع ليشمل أغراض التفاوض وأغراض دعم اتخاذ القرار. وذلك في إطار نظري يحاول الوقوف على الموضوع من جوانبه المذكورة خاصة في ظل النظرية المالية وبالاستعانة بالفكر المحاسبي في مجال القياس، وكذلك بالتطرق إلى مفهوم القيمة -باعتبارها لب العمل- حسب ما جاء به الفكر الاقتصادي. وبهذا نجد أن موضوع القيمة وقياسها تتقاطعه مختلف النظريات (الاقتصادية، المحاسبية والمالية)، إضافة إلى البعد التسييري خاصة مع ربطها باتخاذ القرار.

إضافة إلى ما سبق، سنتطرق إلى الموضوع من خلال الإشارة إلى الجوانب التقنية المرتبطة به سواء تعلق الأمر بالنسبة للتقييم لأغراض التفاوض (الخبراء المقيمين) كما لأغراض التحليل المالي داخل البورصة، بالإضافة للتسيير داخل المؤسسة (وضع نظام التسيير بالقيمة ومؤشرات خلق القيمة). ومحاولة الإشارة لبعض الجوانب المتعلقة بالعمل الميداني للتقييم المتمثل في تنظيم المهنة فيما يخص الخبراء المقيمين.

وعليه، تقع حدود الدراسة في ما يلي:

- في جانب التقييم لأغراض التفاوض تقوم الدراسة على استعراض وتحليل مقاربات التقييم المستعملة، وتعالج الدراسة بعض الجوانب المهنية الضرورية لعمل المقيم من تحضير ومخطط العمل دون ما تدخل في التفاصيل الفنية الدقيقة.
- تقتصر الدراسة فيما يتعلق بالأطراف المهتمة بالمؤسسة في مسألة قياس القيمة لأغراض اتخاذ القرار على مسيري المؤسسة والمستثمرين الماليين فقط.
- بالنسبة للقرارات المدروسة في المؤسسات، تهتم الدراسة بالقرارات المالية والقرارات ذات الطابع الاستراتيجي فقط، وبالتالي تستثني القرارات التشغيلية من الدراسة.
- يكون الحديث في الدراسة عن بورصة القيم مركزا أساسا على علاقتها بقياس قيمة المؤسسة وأسهمها، وبالتالي فالدراسة لا تغوص وتتعمق في الجانب التنظيمي والتقني للبورصة.
- في الجانب الميداني، تركز الدراسة على فترة الإصلاحات الاقتصادية بالجزائر (بداية التسعينات من القرن العشرين).

6. أهداف البحث:

تسعى هذه الدراسة إلى الإجابة على التساؤلات الواردة بصفة أساسية في الإشكالية واختبار مدى صحة الفرضيات المتبناة، بالإضافة إلى:

- إبراز موقف الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي بشأن موضوع القيمة، والتعرض إلى مفهوم قيمة وتقييم المؤسسة في إطار النظرتين المحاسبية والمالية لمعرفة سياق تشكل نظرية قيمة المؤسسة، وبعد ذلك نظرية تقييم المؤسسة.
- تقديم مقترحات للممارسين المهنيين بشأن تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض، تساعدهم في الخروج بقيم تحظى بقبول عام، بالاستعانة بالإطار النظري لموضوع التقييم من جهة، والتجارب الدولية من خلال ما تعرضه المنظمات المهنية بهذا الشأن من جهة أخرى.
- تحسيس القائمين على شؤون المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وإطلاعهم بما يستجد في ميدان التسيير، من خلال التعرض للأساليب الحديثة. ويتعلق الأمر هذه المرة، بنظام التسيير بالقيمة، الذي أصبح يحظى باهتمام الأكاديميين ومسيري المؤسسات في العالم، في ظل الضغوط المفروضة من طرف الأسواق المالية والمناداة بتطبيق مفاهيم جديدة كالحوكمة التي تدفع المسيرين إلى تعظيم قيمة المؤسسة التي يديرون شؤونها لفائدة المساهمين بالدرجة الأولى.
- إبراز أهمية مهنة التحليل المالي ومهنة تسيير المحافظ الاستثمارية، من خلال التعرض لأساليب تحليل وتقييم الأسهم كخطوة أساسية لتطوير وتحسين أداء بورصة الجزائر التي مازالت تراوح مكانها.
- الوقوف على واقع تقييم المؤسسات في الجزائر من خلال استطلاع أراء المهتمين به حول جملة من القضايا ذات الصلة بالممارسة الميدانية لأغراض التفاوض، إضافة إلى استقصاء آرائهم فيما يرتبط بعلاقة التقييم ببورصة القيم والاستثمار المالي.

7. المنهج والأدوات المستخدمة في البحث:

قصد دراسة الموضوع وتحليله وبلوغ أهدافه اعتمدنا المناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية عموما، حيث يتم تبني المنهج الوصفي أثناء دراسة الموضوع في جانبه النظري، وعند دراسة الطرق والمناظير المعتمدة في التقييم وتتم الاستعانة به في دراسة كفاءة السوق المالي وعلاقته بالتقييم. ويغلب اعتماد أسلوب المسح في الجانب الميداني للعمل المرتبط بدراسة واقع وأفاق التقييم في الجزائر مستعينين في خضم ذلك بالمنهج الوصفي عند التطرق لتنظيم بورصة قيم الجزائر.

ولقد تم استعمال بعض أدوات جمع المعلومات كالاستبيان والملاحظة، المقابلة والوثائق، إضافة لاستعمال برنامج معلوماتي لتحليل ومعالجة بيانات الاستبيان، كما تم اعتماد البحث الببليوغرافي من خلال استعمال المراجع التقليدية المتوفرة في المكتبات ومخابر البحث المتخصصة والمراجع الإلكترونية المحملة من شبكة الإنترنت بغية التأصيل النظري لموضوع الدراسة وتمحيص الدراسات السابقة للموضوع.

8. الدراسات السابقة في الموضوع:

في حدود علم الباحث تم تناول الموضوع في الرسائل والأطروحات التالية:

- وهيبة بوخدوني، تقييم أصول المؤسسات العمومية للقطاع السياحي في إطار عملية الخوصصة، دراسة حالة: فندق السفير، البحث هو عبارة عن رسالة ماجستير مقدمة لمعهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر سنة 1999. تدور إشكالية البحث حول إيجاد الكيفية المناسبة لتقييم مؤسسات القطاع السياحي في ظل عملية الخصخصة كي تتمكن الدولة من ربح الوقت وتخفيض التكاليف دون تبديد لأموالها. وقد تناول البحث الدراسة في قسمين، تناول القسم الأول، الخصخصة وقطاع السياحة، أما القسم الثاني فتناول مختلف الطرق المستعملة لتقييم المؤسسة مع دراسة حالة فندق السفير. لقد استطاعت هذه الدراسة أن تقدم مختلف طرق التقييم مع تحليل مستفيض لها. ما يأخذ على هذه

الدراسة افتقادها لإشكالية واضحة المعالم وعدم استنادها إلى إطار نظري في الموضوع مما جعل الدراسة يغلب عليها الطابع التقني، وبذلك لم تستطع الباحثة تحقيق أهداف الدراسة.

- عبد القادر قليز: [Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché] هي في الأصل أطروحة دكتوراه دولة قدمت لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2001. تدور إشكاليتها حول إمكانية إيجاد طريقة خصخصة ملائمة للمؤسسات العمومية، من خلال اعتماد قيمة المؤسسة كأداة تفيد في تقليل المخاطر التي قد تنجر عن خصخصة المؤسسات ممثلة في مخطر اختيار مشتري غير كفؤ في تسيير المؤسسة ومخطر انحراف المشتري عن أهداف تطوير المؤسسة محل الخصخصة الناجم عن عدم تماثل المعلومات (غيابها لدى الحكومة)، لذلك من الضروري اعتماد تقييم للمؤسسة يقف على حقيقتها، لتحقيق ما سبق، بالإضافة لتجاوز المشاكل المطروحة أصلا عند تقييم المؤسسات المراد خصخصتها، وذلك في سياق التحول نحو اقتصاد السوق. وعليه، فالأطروحة تعالج قيمة المؤسسة من جانبين، المخاطر المتأتية من سوء تقدير قيمتها من جهة، واعتمادها كأداة في يد الحكومة لتقليل المخاطر الناجمة عن خصخصة المؤسسات من جهة أخرى، وذلك في ظل الانتقال إلى اقتصاد السوق.

قسم الباحث دراسته إلى ثماني فصول على التوالي، الفصل الأول والثاني خصصا لوصف مسار التحول واستعراض طرق الخصخصة، الفصل الثالث يعالج مسألة قياس قيمة المؤسسة، الفصل الرابع عالج أهم المشاكل التي تعترض تقييم المؤسسات عند خصخصتها في سياق التحول نحو اقتصاد السوق، الفصل الخامس يتطرق لمخطر التقييم البخس للمؤسسة والخصخصة الجزئية، الفصل السادس يتطرق إلى السعر غير الخطي واختيار المشتري، الفصل السابع يتناول تحديد السعر عن طريق آلية المزايدة، الفصل الثامن يوضح إمكانية استعمال سعر المؤسسة في إطار الخصخصة في مواجهة مخطر احتمال عدم احترام المشتري لهدف تطوير المؤسسة.

تعتبر هذه الدراسة من القلائل التي تناولت علاقة قيمة المؤسسة بخصخصة المؤسسة بشكل يسمح للحكومة من اختيار الطريقة المثلى للخصخصة، ولقد جاء الطرح جادا ووفق الباحث في تحليل الموضوع، ونستطيع القول أن الموضوع يعتبر من الدراسات الهامة والجادة في موضوع خصخصة المؤسسات حيث تحاول الدراسة أن تعطي حلا علميا وواقعيا لنموذج يسمح بدفع برنامج الخصخصة للأمام. غير أنه ما يأخذ على هذه الدراسة هو أنها تطرقت لأهم المشاكل التي تعترض تقييم المؤسسات في ظل التحول نحو اقتصاد السوق، غير أنها لم تشر إلى طرق التقييم المناسبة لذلك (لمثل هذه الوضعيات) وعدم الإشارة إلى مقترحات تساعد في توحيد عمل المقيمين في ظل تعدد طرق التقييم.

- هواري سويسي، إشكالية تقييم المؤسسات في ظل الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، دراسة حالة: مؤسسة الأشغال التكميلية للبناء بورقلة، البحث في الأصل هو عبارة عن رسالة ماجستير قدمت لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2001. تدور إشكالية البحث حول مدى إمكانية اعتماد نموذج تقييم فعال يستطيع الوقوف على حقيقة قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في ظل المستجدات الاقتصادية المحلية والدولية. ولقد خاص الباحث إلى وجود محددات على الخبير المقيم أن يقف عليها في إطار مخطط العمل وأقر بصعوبة اعتماد نموذج للتقييم في الجزائر نظرا للمشاكل التي تعترضه؛ من بينها ضعف نظام المعلومات المحاسبي، عدم وجود سوق مالية كفؤة،... ، كما أوصى بضرورة إنشاء هيئة تعنى بتقييم المؤسسات مهمتها إصدار المعايير لتوحيد مقاييس العمل. بالرغم من أهمية البحث في كونه لفت الانتباه لإمكانية اعتماد نموذج لتقييم

المؤسسات في الجزائر خاصة مع بروز إشكالية القيمة في برامج الخصخصة بشكل واضح، لم يتم التطرق بشكل مفصل إلى المهام المنوطة بهذه الهيئة.

- شعيب بودرو، تقييم أصول المؤسسة العمومية في إطار عملية الخصخصة، دراسة وحدة للآجر-بباتنة-، البحث عبارة عن رسالة ماجستير مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2001. تدور إشكالية البحث حول الطرق والوسائل الكفيلة بتقييم أصول المؤسسة العمومية في إطار الخصخصة. لم يوفق الباحث في الوصول إلى أهداف الدراسة بسبب شموليتها وسوء هيكلة الخطة، حيث قام الباحث بدراسة مستفيضة لعملية الخصخصة ومراحل تطور المؤسسة العمومية على حساب العناصر الأساسية التي تجيب على إشكالية الموضوع، ولقد نتج ذلك عن عدم اعتماد إشكالية واضحة المعالم، وما يأخذ عليه أيضا، غياب الإطار النظري لموضوع تقييم المؤسسات.

- رسيم بالية: [L'évaluation des entreprises introduites en bourse, Cas : E.G.H EL Aurassi] البحث هو رسالة ماجستير مقدمة للمدرسة العليا للتجارة بالجزائر، سنة 2002، تدور إشكالية البحث حول سؤالين رئيسيين؛ الكيفية التي يتم بها تقييم المؤسسات المدرجة بالبورصة والمغزى من تقييم هذا النوع من المؤسسات. وقد قسم الباحث دراسته إلى قسمين، خصص القسم الأول إلى معالجة السوق المالي وعلاقته بالمؤسسة وذلك باستعراض الإطار النظري للسوق المالي من خلال تعريفه وتنظيمه ودوره في الاقتصاد، ليتم بعد ذلك التطرق إلى السوق المالي في الجزائر والتطرق للعلاقة الموجودة بين المؤسسة والبورصة من خلال التعرض لكفاءة السوق المالي والاتصال المالي وسياسة توزيع الأرباح. أما القسم الثاني تم تخصيصه لدراسة ميكانيزمات دخول المؤسسات للبورصة وطرق تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة.

لقد قدم الباحث من خلال دراسته طرق تحليل وتقييم الأسهم التي تساعد المستثمرين الماليين في اتخاذ قراراتهم حيث يحسب ذلك للباحث في محاولة استعمال هذه التقنيات للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، غير أن غياب الإطار النظري للموضوع جعل من البحث أقرب للتقارير المعدة من طرف المهنيين (المحللين الماليين)، ومن بين المآخذ الأخرى على هذا البحث عدم قدرته على الإحاطة بكل جوانب الإشكال المطروح.

- بلخير بكاري، تقييم مؤسسات الخدمات البترولية: دراسة حالة قسم النقل لمؤسسة ENTP. البحث عبارة عن رسالة ماجستير مقدمة لكلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، سنة 2002. تدور إشكالية البحث حول مدى إمكانية اعتماد طريقة تقييم دون أخرى بالنسبة لقسم النقل للمؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار. لم يوفق الباحث في معالجته للموضوع بسبب عدم قدرته على تحديد الطريقة المناسبة، نظرا لإغفاله الإطار النظري للموضوع والفرضيات التي تقوم عليها مختلف الطرق المعتمدة في تقييم المؤسسات، مما جعل الطابع التقني يطغى على البحث.

- منال بن بركات: [L'évaluation des entreprises, Cas : L'Entreprise Nationale de Production des Gaz Industriels] ، البحث هو عبارة عن رسالة ماجستير مقدمة للمدرسة العليا للتجارة بالجزائر، سنة 2003، تبحث الإشكالية في الكيفية والخطوات المتبعة لتقييم المؤسسة ومدى احترام عملية تقييم المؤسسة محل دراسة الحالة للإطار النظري للتقييم من طرف الخبير الذي قيمها. وقد حاولت الباحثة استعراض الخطوات التي يرتكز عليها الخبير من خلال الخطة المعتمدة، غير أنها لم توفق في وضعها في إطارها النظري، ولم تشر إلى الكيفية المناسبة للوصول إلى تقييم

موضوعي للمؤسسة، واكتفت بعرض الخطوات بشكل تقني محض، كما لم توفق الباحثة في فحص تقييم المؤسسة محل الدراسة المعد من طرف الخبير المقيم لقصور التحليل وغياب الإطار النظري.

9. **مساهمة البحث:**

تتمثل مساهمة البحث في:

- تناول موضوع تقييم المؤسسات ببعديه لأغراض التفاوض ولأغراض اتخاذ القرار، حيث نحاول من خلال دراسة تقييم المؤسسة قصد اتخاذ القرار لفت انتباه المسيرين والمستثمرين لوسيلة فعالة تسمح لهم بتحقيق أهدافهم بمنهجية علمية، معتمدين على خلفيتها النظرية والممارسات الميدانية في العالم؛

- محاولة اقتراح منهجية لتقييم المؤسسات لأغراض التفاوض قد تفيد الخبراء المقيمين في الوصول إلى قيم موضوعية تحضى بقبول عام من طرف المهتمين.

10. **خطة وهيكل البحث:**

وقصد استيفاء الموضوع بما يوفر منهجا يؤدي إلى اختبار فرضياته، اعتمدنا على جانبين أحدهما نظري والآخر ميداني؛ يتطرق إلى موضوع تقييم المؤسسات بالجزائر، حيث يشمل الجانب النظري بابين، أما الباب الثالث فخصص للجانب الميداني، وعموما جاءت الخطة المعتمدة كما يلي:

حيث بدأنا بمقدمة عامة وضحنا فيها أهمية الموضوع والإشكالية التي يدور حولها، ثم أعقبناها بالباب الأول الذي يغطي ثلاث فصول، من بينها فصلا تمهيديا جعلناه إطارا مفاهيميا يضع النقاط على الحروف فيما يرتبط بموضوعنا من خلال التطرق لمفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي ثم إلى مجموعة من المفاهيم المرتبطة بالموضوع متمثلة في استعراض مبادئ نظرية التقييم والفرق بين مفهومي السعر والقيمة المرتبطان بالمؤسسة، ثم إلى نماذج التقييم التي تمثل ظروفا لعملية التقييم، وأخيرا التطرق إلى دوافع عملية التقييم، حيث قدمنا فيها تصنيفا لهذه الدوافع يمثل هيكل بحثنا.

وفي الفصل الثاني من هذا الباب تطرقنا فيه إلى مسار عملية تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض من خلال التعرض إلى مراحل عملية التقييم أو مخطط العمل Business plan ، ثم التطرق إلى مرحلة جمع المعلومات والبيانات الضرورية لعمل المقيم بشكل عام وعملية التشخيص بالأخص، وبعد ذلك ارتأينا أن نخصص مجالا واسعا للوقوف على مرحلة التشخيص مركزين في ذلك على أهم طرق وأدوات التشخيص الإستراتيجي والمالي المساعدة في بناء التوقعات. أما في الفصل الثالث فقد تطرقنا إلى مقاربات وطرق تقييم المؤسسات من خلال دراسة تحليلية نقف من خلالها على إيجابيات وسلبيات هذه الطرق، كما تم التطرق إلى معايير اختيار نموذج التقييم الملائم في ظل تعدد طرق التقييم من خلال محاولة تكييف طرق التقييم المختلفة مع خصوصيات المؤسسة وتنميط عمل الخبراء المقيمين، مشيرين في ذلك إلى حالة الجزائر.

أما في الباب الثاني الذي خصص لدراسة تقييم المؤسسات لأغراض التفاوض فقد ضم أربعة فصول، حيث خصصنا الفصل الرابع لدراسة علاقة تقييم المؤسسة بكفاءة بورصة القيم، إذ تطرقنا في المبحث الأول إلى نظرة عامة عن بورصة القيم من خلال التطرق إلى مفهومها والأطراف المهيكلة لها، ثم تطرقنا في المبحث الثاني إلى دراسة تحليلية لكفاءة بورصة القيم والعلاقة بينها وبين تقييم المؤسسة من خلال التطرق إلى مفهومها والافتراضات التي تقوم عليها، إضافة إلى التطرق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية لبورصة القيم ومرتكزاتها ثم إلى صيغها. وبعد ذلك دراسة الأثر المتبادل بين تقييم

المؤسسة وكفاءة بورصة القيم من خلال دراسة تأثير التقييم على الكفاءة ودور كفاءة البورصة في تقييم المؤسسة.

وفي الفصل الخامس تطرقنا إلى تقييم المؤسسة وأسهمها لأغراض اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين، حيث قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين، إذ تطرقنا في المبحث الأول إلى المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية، حيث يوجد مدخلان شائعان هما التحليل الفني والتحليل الأساسي، إذ قدمنا في ذلك المفاهيم المرتبطة بهما وقمنا بالمقارنة بينهما والوقوف على إيجابيات وسلبيات كل مدخل للخروج بالصالح منهما والأنسب حسب الظروف والأوقات والأمكنة التي يستخدمان فيها. أما في المبحث الثاني فقد عرجنا على الطرق المستعملة في تقييم الأوراق المالية قصد اتخاذ القرارات الاستثمارية داخل البورصة، إذ قمنا بدراسة أهم الطرق وتقييمها من خلال الوقوف على الإيجابيات والسلبيات لكل منها.

تطرقنا في الفصل السادس إلى دراسة تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة وذلك من خلال التطرق إلى مفهوم القرار وتصنيفاته داخل المؤسسة أولا، ثم إلى دراسة كل قرار مالي على حدة من خلال ما جاءت به النظرية المالية والدراسات الميدانية في هذا الإطار، والقرارات المدروسة هي قرارات الاستثمار بشقيها الاستثمار عن طريق التوسع (النمو) الداخلي والتوسع الخارجي، ثم قرارات الهيكل التمويلي. أما في الفصل السابع فقد كرسناه لدراسة تقييم المؤسسة لأغراض اتخاذ القرار في إطار التسيير الداخلي بالمؤسسة -نظام التسيير بالقيمة- من خلال التطرق إلى نماذج خلق القيمة وقياس الأداء في سياق تطورها التاريخي، ثم التطرق في المبحث الثاني إلى طرق قياس خلق القيمة الحديثة من خلال التعرض إلى نموذج القيمة الاقتصادية المضافة "لـ ستارن وستيوارت" ونموذج إستراتيجية القيمة "لماكنزي" وذلك في إطار تقويمي ونقدي.

وفي الباب الثالث والأخير، تناولنا بالدراسة الميدانية الموضوع من خلال الوقوف على واقع وآفاق تقييم المؤسسات بشكله الموسع في الجزائر، إذ تطرقنا في الفصل الثامن إلى واقع تقييم المؤسسات في الجزائر من خلال تحليل جزء من الاستبيان المرتبط بذلك. أما في الفصل التاسع والأخير فقد خصصناه لآفاق التقييم في الجزائر والذي يمثل الجزء الخفي من التقييم بالجزائر، وذلك من خلال تحليل الجزء الثاني من الاستبيان المتعلق بتقييم المؤسسة وبورصة القيم، بالإضافة إلى دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية تم اختيارها لمستواها المقبول في التنظيم والتسيير والمتمثلة في مجمع صيدال، إذ قمنا بتقديم المجمع ثم محاولة إظهار أهمية التسيير بالقيمة كأسلوب يساعد في اتخاذ القرار خاصة الاستراتيجي منه، إذ عمدنا إلى تقييم نظام التسيير المتبع في المجمع من خلال أهم مرتكزاته، كخطوة تساعدنا في تصور أهم النقاط المساعدة في وضع نظام التسيير بالقيمة مركزين في ذلك على نظام التسيير الاستراتيجي بالقيمة، معتمدين على الشراكة كنموذج.

وفي الأخير نختم عملنا بخاتمة نحاول فيها اختبار صحة الفرضيات المتبناة ثم تقديم النتائج والتوصيات للبحث، متبوعة بتقديم آفاق الدراسة في هذا المجال.

وأملنا أن نكون قد وفقنا في اختيار الموضوع ومعالجته، وا من وراء القصد.

الباب الأول: تقييم المؤسسة: الإطار المفاهيمي وتطبيقاته لأغراض التفاوض

الفصل التمهيدي: قيمة المؤسسة– الإطار المفاهيمي.

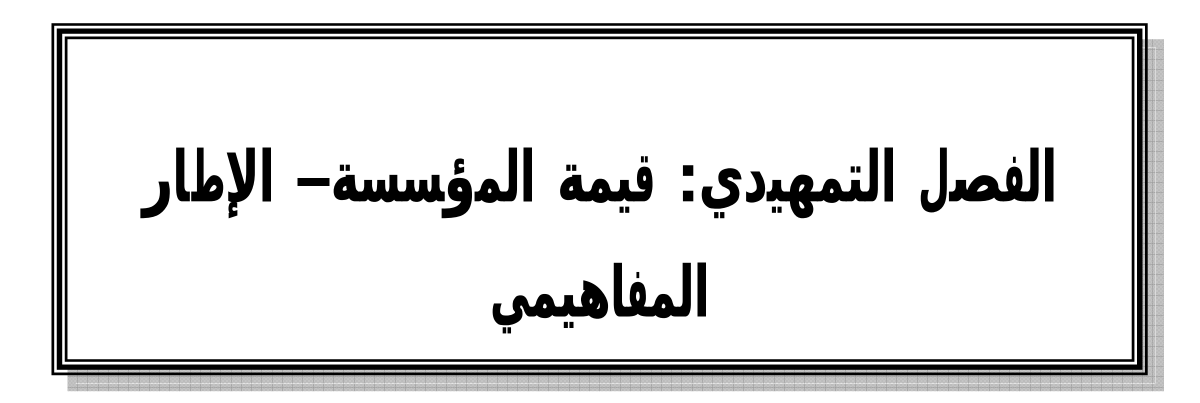
الفصل الثاني: مسار عملية تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض –مخطط العمل.

الفصل الثالث: طرق تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض.

الباب الأول: تقييم المؤسسة: الإطار المفاهيمي وتطبيقاته لأغراض التفاوض

في ظل إجراءات التفاوض، الناتجة أساسا عن عمليات الخصخصة، التصفية، الاندماج أو الشراكة أو أي عملية تستدعي وجود طرفي تفاوض بشأن المؤسسة، يتعين على المهتمين بالمؤسسة خاصة منهم الدولة بوصفها المالك أن تعتمد تقييما موضوعيا يقف على القيمة الحقيقية لها، حيث يمكننا ذلك من الحفاظ على مقدرات الشعب من جهة، كما يفضي إلى إنجاح عملية التفاوض إذا ما كانت تلك القيمة الحقيقية المتوصل إليها تدخل في المجال المحدد من طرف المشتري المحتمل من جهة أخرى.

ولعل ذلك، سوف لن يكون بالشكل المرجو، ما لم يتتبع الخبير المقيم منهجية علمية تستند إلى إطار نظري واضح، ومن ثم يصبح من الأهمية بمكان استعراض الإطار النظري والمفاهيم المرتبطة بقيمة وتقييم المؤسسة، والتي سنتعرض إليها في الفصل التمهيدي. ولكي تتم عملية التقييم بشكل جيد لا بد من تتبع منهجية عمل واضحة من طرف الخبير المقيم –كما أسلفنا-، والتي ستكون موضوع دراسة في الفصل الثاني. وانطلاقا من أن طرق التقييم هي الشكل الظاهر والمباشر المستعمل في تقييم المؤسسة، وأمام تعددها وتعدد الفروض التي تقوم عليها، سيكون من المفيد التطرق لها في إطار تحليلي وتقويمي، وذلك في الفصل الثالث من الدراسة.



الفصل التمهيدي: قيمة المؤسسة– الإطار المفاهيمي

المبحث الأول: القيمة بين الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي.

المبحث الثاني: مفاهيم حول قيمة وتقييم المؤسسة.

الفصل التمهيدي: قيمة المؤسسة - الإطار المفاهيمي

لقد عرفت القيمة في الفكر الاقتصادي جدلا واسعا بين مختلف المفكرين والمدارس، إذ كانت محل اهتمام كبير، الأمر الذي جعلها تحوز على حجم كبير من الدراسة ضمن النظرية الاقتصادية[1]، حيث نجدها قد حظيت بنظرية تفسرها وتسلط الضوء عليها (نظرية القيمة)، وذلك لما لها من أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية (على مستوى الاقتصاد الجزئي)، ويتجلى ذلك في كونها تمثل عنصرا مهما في تحديد تكلفة المنتجات (السلع والخدمات) في المقام الأول. كما شهد مفهوم القيمة اهتماما وتطورا مماثلا على مستوى الفكر المالي والمحاسبي. فبالإضافة، لكون القيمة تؤدي إلى تحديد تكاليف المنتجات وقياس عناصر الذمة المالية (الأصول) واستخدام الأرقام في التعبير عنها والتعبير عن مجمل العمليات الاقتصادية التي تقوم بها المؤسسات (اهتمام الفكر المحاسبي)، نجد أنها تعدت هذا المجال لتشمل المؤسسة الاقتصادية وأسهمها، وتصبح بذلك أداة مهمة ومساعدة لنظام التسيير داخل المؤسسة وللأطراف الأخرى خاصة منهم المستثمرين الماليين، فيما يرتبط بدعم اتخاذ القرار(اهتمام الفكر المالي).

يبقى الفكر الاقتصادي الأساس والإطار النظري الذي يتم الرجوع إليه لدراسة أي مفهوم يود تسليط الضوء عليه، باعتباره يمثل الخلفية النظرية لمختلف الظواهر الاقتصادية، ويزداد هذا الأمر إلحاحا مع دراسة موضوع القيمة. لقد عرفت نظرية القيمة جدلا واختلافا حولها بين مختلف المدارس الفكرية وحتى بين المفكرين المنتمين لنفس المدرسة. ويعتبر الفكر المحاسبي في مجال القيمة الرائد في عمليات القياس لعناصر الميزانية، ونرى أنه قد تفرد بكتابات عديدة على مستوى التنظير(الفقه المحاسبي) لتحسين وضبط وتأطير كل ما تعلق بالجوانب المحاسبية، لغرض تحقيق الأهداف المنوطة بالعمل المحاسبي كمرآة عاكسة لنشاط المؤسسة ولوضعيتها المالية الحقيقية. لذا فإن تسليط الضوء على الظاهرة من خلال ما أورده الفكر المحاسبي نجده من الأهمية بمكان في دراستنا، خاصة إذا تعلق الأمر بجوانب قياس القيمة.

لقد جاءت دراسات الفكر المالي - التي تستمد مرجعيتها في قياس القيمة في جانب كبير من الفكر المحاسبي[2] بالرغم من الاختلاف في الأساس- تبحث في مجالات كقياس قيمة المؤسسة وأسهمها ومدى تأثرها أيضا بالقرارات المالية الصادرة عن المؤسسة، ليتطور المفهوم وتصبح القيمة كأداة لترشيد القرار. فزاوية النظر المالية للقيمة، بالإضافة إلى البعد التسييري هي محور اهتمام دراستنا. سنتطرق بشكل مقتضب للأسس النظرية لمفهوم القيمة وقياسها حسب ما أورده الفكر الاقتصادي والمحاسبي، بالإضافة إلى الفكر المالي، بما تقتضيه ضرورة دراستنا. وعلاوة على ذلك سنتطرق لبعض المفاهيم المرتبطة بقيمة وتقييم المؤسسة وأهم الدوافع التي تقف وراء عملية التقييم. وذلك

---

[1])- يقصد بالنظرية الاقتصادية" بتلك الدراسة العلمية التي تهدف إلى الكشف عن القوانين والروابط التي تحكم العلاقات والظواهر الاقتصادية المختلفة، والتي ترمي إلى تحديد التأثير الذي يباشره كل عامل من العوامل التي تبينها تلك القوانين على العلاقة أو الظاهرة محل البحث...... وتفسر هذه النظرية كيفية عمل الجهاز الاقتصادي، سواء في صورتها القائمة على تحليل التوازن الوحدوي أو الجزئي لهذا الجهاز (نظرية القيمة،.....) أو صورتها القائمة على تحليل التوازن الكلي (نظرية تحديد الدخل القومي والدورات الاقتصادية،...)، مما يندرج في النهاية تحت ما يسمى بالنظرية الاقتصادية الجزئية أو النظرية الاقتصادية الكلية، وذلك بحسب مستوى التحليل الاقتصادي المختار". في:
- عادل أحمد حشيش، تاريخ الفكر الاقتصادي، دار النهضة العربية، بيروت، بدون تاريخ نشر، ص:30.

[2])- للاطلاع على اهتمامات النظرية المحاسبية وتطورها، أنظر على سبيل المثال إلى:
- فؤاد محمد الليثي، نظرية المحاسبة: المدخل المعاصر، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، بدون مكان نشر، 2002-2003.

باعتبار هذه النقاط جزءا هاما من المفاهيم والأسس التي تسمح بتعميق الدراسة والبحث في هذا المجال من خلال الإحاطة والإلمام بالجانب المفاهيمي.

المبحث الأول: القيمة بين الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي

قد عرفت القيمة دراسات واسعة في الفكر الاقتصادي، مما يدعونا للوقوف على جانب منها لتسليط الضوء على موضوع التقييم باعتبار أن هذا الفكر يمثل الخلفية النظرية والعلمية لأي ظاهرة اقتصادية يتم الخوض فيها. كما نقوم باستعراض أهم إسهامات الفكر المحاسبي في ذلك. ويبقى الفكر المالي هو صلب موضوعنا والخلفية المباشرة لدراستنا، باعتبار موضوع الدراسة موضوعا ماليا، الأمر الذي يدعونا للوقوف عليه، فيما يخص فصول تطور دراسته حول قيمة المؤسسة.

1-1- القيمة في الفكر الاقتصادي:

لقد حظي مفهوم القيمة بنصيب وافر من الدراسة في الفكر الاقتصادي، من خلال الجدل حولها عبر مختلف المدارس الاقتصادية المتعاقبة. فلقد اعتبر الفيزيوقراط أن مقياسها هو نابع عن العمل في الأرض التي تعتبر وحدها مصدر الثروة، أما المدرسة الكلاسيكية والماركسية فردته إلى تكاليف الإنتاج وخاصة العمل(مع الاختلاف في المفهوم)، بينما يرى الحديون (النيوكلاسيك) أن ما يحددها هي المنفعة في المقام الأول، كما ذهب تيار آخر ينتمي لنفس المدرسة (الحدية) إلى اعتبار أن كلا من تكاليف الإنتاج (و/أو العمل) والمنفعة لهما تأثير مشترك في تحديد القيمة**. وتشكل نظرية القيمة، أو ما يعرف بنظرية الأسعار النسبية الأساس(أو نواة) لكل نظام نظري عام[3]، إذ نجدها تمثل محور التحليل الاقتصادي لمختلف المدارس.

يمكن استعراض بعض الخصائص التي جاءت بها دراسات الفكر الاقتصادي، معتمدين على أهمها، الأمر الذي يدعونا إلى الانطلاق مباشرة من فكر الكلاسيك، إذ عندهم تبلور المفهوم العلمي للقيمة وظهرت وتأسست نظرية تدرس القيمة بداية من إسهام رائدها "أدم سميث"[4]. فالمدرستان السابقتان لفكر الكلاسيك (التجاريون والطبيعيون) لم تتمكنا من تقديم نظرية واضحة تفسر القيمة[5]. إذ اهتمت المدرسة التجارية بشكل عام بفكرة تكديس وجلب المعدن النفيس كأساس للثروة، وعليه، فالقيمة في نظرهم مرتبطة بذلك. ودرس الفكر الطبيعي (الفيزيوقراط) القيمة دون تفصيل وتحديد، إذ رد مفهوم القيمة وقياسها وجميع الظواهر الاقتصادية إلى الأرض التي تعتبر في نظرهم مصدرا للثروة والأساس الذي تقوم عليه فلسفة المدرسة. وعليه، سيتم استعراض الخصائص التالية للقيمة*[6]:

**)- لا يفهم من ما تم ربطه من محددات القيمة (المنفعة، العمل) بمجموع أفكار المدرسة، على أنها كانت تفسر القيمة بذلك، إذ أن هذا التعميم للمدرسة وربطها بمحدد معين للقيمة، إنما يرجع لتغلب ذلك على معظم آراء مفكريها، بمعنى أنه قد نجد في نفس المدرسة الفكرية تضارب واختلاف في وجهات النظر بين بعض مفكريها. وسيتجلى ذلك فيما سيأتي لاحقا.

[3])- C.Jessua, Histoire de la théorie économique, Presses universitaires de France, Paris, 1991, P :44.

[4])- لقد وقع خلاف في الرأي حول النقطة التي بدأ فيها علم الاقتصاد باعتباره مجموعة من القواعد والأحكام التي تفسر الظواهر الاقتصادية المتعلقة بإنتاج الثروة وتوزيعها واستهلاكها. فهو عند البعض يبدأ مع كتاب ثروة الأمم "لآدم سميث" (1776)، وعند آخرين يبدأ مع كتاب "كانتيلون" بحث في طبيعة التجارة بصفة عامة(1730). وهو في نظر فريق ثالث يبدأ مع المدرسة الطبيعية التي ظهرت في فرنسا حول منتصف القرن الثامن عشر. ويعتبر آخرون "وليام بيتي" (1623-1687) هو مؤسس علم الاقتصاد السياسي بالنظر إلى أنه يتمتع برؤية واضحة لموضوع الدراسة التي يقوم بها. في: - عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص:42.

[5])- المرجع السابق، ص:174.

*)- وفي هذا السياق لابد أن ننوه إلى أن موضوع القيمة قد كان له مجالا وتصورا أيضا في الفكر الاقتصادي الإسلامي، لمزيد من الاطلاع حول ذلك أنظر على سبيل المثال إلى:

أولا: ينطلق مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي من أن القيمة تمثل الحكم المعطى على أهمية سلعة بمفهومها الواسع (سلعة وخدمة) [7].

ثانيا: يميز الفكر الاقتصادي بين ثلاث ثنائيات من المفاهيم مرتبطة بالقيمة، وهي:

- قيمة إجمالية/ قيمة وحدوية Valeur général ou valeur unitaire : يتم الحديث عن مفهوم القيمة الإجمالية أو الوحدوية في إطار النظر إليهما كقيمة مجردة، Abstractionأو قيمة فردية (مرتبطة بحالة خاصة) Particulier ، إذ نصف القيمة بالإجمالية إذا كانت مجردة ولا تعكس حكم فرد أو حالة خاصة، بينما القيمة الوحدوية فتطلق عندما تكون القيمة فردية أي تعكس حكم فرد.
- قيمة موضوعية / قيمة ذاتية Valeur objective ou valeur subjective : تتمثل القيمة الموضوعية في القيمة الاجتماعية؛ بمعنى الأهمية التي يعطيها مجموعة من الأفراد للسلعة بالنظر لقدرتها في إشباع حاجاتهم (المجموعة). أما بالنسبة للقيمة الذاتية؛ فتعني القيمة التي يعطيها فرد إلى السلعة بالنظر لما تقدمه من إشباع لحاجته الخاصة.
- قيمة الاستعمال / قيمة المبادلة: يعتبر هذا التمييز قديما جدا لأنه ظهر عند اليونان القدامى، حيث يرتكز على طبيعة الإشباع سواء بشكل مباشر بالاستعمال أو بشكل غير مباشر عن طريق مبادلة السلعة بسلع أخرى. فقيمة الاستعمال هي القيمة المعطاة للسلعة بالنظر لقدرتها على إشباع الحاجة بشكل مباشر. أما قيمة المبادلة، فتوضح العلاقة أو نسبة تبادل الوحدات بين سلعتين.

انطلاقا مما تقدم من مفاهيم مرتبطة بالقيمة نجد أن الفكر الاقتصادي عندما يشير إلى قيمة الاستعمال فإنه يعني بها قيمة استعمال ذاتية ووحدوية ، وعند الإشارة لقيمة المبادلة، فذلك يعني أنها قيمة مبادلة موضوعية ووحدوية، أما عندما تتميز القيمة بأنها موضوعية وذاتية وإجمالية فإنها تمثل قيمة المنفعة. وعلى هذا الأساس، يمكن شرح هذين المفهومين الأساسيين حول القيمة في الفكر الاقتصادي على النحو الآتي:

- فداد عياشي، مفهوم القيمة ونظرياتها في الاقتصاد الإسلامي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 1413هجري.

[6])- لمزيد من الاطلاع، أنظر للمراجع التالية، والتي تم الاعتماد عليها في إنهاء هذه النقطة:
- رفعت المحجوب، الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة،1968، ص ص:05-49.
- السيد عبد المولى،أصول الاقتصاد، دار الفكر العربي، القاهرة، 1977، ص ص:392-405.
- زينب حسن عوض ا ، مجدي محمود شهاب، أسامة محمد الفولي، أصول الاقتصاد السياسي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص ص:135-157.
- عبد الرحمان يسري أحمد، تطور الفكر الاقتصادي، الطبعة الخامسة، الدار الجامعية، الإسكندرية،2003، ص:34-35، ص ص:218-219، ص ص:260-264، ص ص: 286-288، ص ص:301-302، ص ص:357-361، ص ص:417-420.
- عادل أحمد حشيش، مرجع سابق، ص ص:174-175.
- G.Hirigoyen et J.Caby, Histoire de la valeur en finance d’entreprise, Cahiers de recherches de CREF, Université de Bordeaux 4,1998, P :03-07.in : http://cref.U-boreaux4.fr/cahiers/1998-01.htm. Consulté le 06/07/2005.
- C.Gide et C.Rist, Histoire des doctrines économiques :depuis les physiocrates jusqu’à nos jours, Dalloz,2000, Paris, PP :82-89.
- C.Jessua, Op.cit, PP :44-52, PP : 77-81, PP :92-98, PP :121-142, PP :180-186, PP : 238-242, PP :298-305,PP : 402-109.

[7])- G.Hirigoyen et J.Caby, Op.cit, P :03.

أ- قيمة الاستعمال:

يشير هذا المفهوم إلى أهمية السلعة بالنسبة للمستهلك، من خلال المنفعة التي يقدمها له، وبالتالي يعكس هذا المفهوم ويقيس حجم الإشباع الذي يعود للمستهلك من وراء استعماله المباشر لهذه السلعة، أي يقيس الأهمية الاقتصادية التي يحددها المستهلك -تبعا لظروفه- للسلعة محل التقييم، وبالتالي يخضع هذا المفهوم في قياس السلعة للذاتية، ذلك أن قيمة السلعة حسبه تختلف من مستهلك لآخر لاختلاف مقدار تلبية حاجة كل منهم.

ب- قيمة المبادلة:

يستعمل هذا المفهوم كوسيط للتعبير عن مقدار مبادلة السلع ببعضها البعض، بغرض تلبية حاجيات الأفراد(بشكل غير مباشر)، حيث تتحدد قيمة أي سلعة بالكمية التي يستطيع الحصول بها على سلعة أو سلع مقابل وحدة واحدة منها. وعليه، تعبر قيمة المبادلة عن العلاقة (النسبة) التي يتم على ضوئها مبادلة وحدات من سلعة بأخرى. وعموما، فهو يعبر عن مقدار الأهمية الاقتصادية التي يحددها الأفراد والمجتمع للشيء المراد تقييمه. يلاحظ على هذا المفهوم تميزه بالموضوعية على عكس السابق لأنه يحظى بإجماع بين أفراد المجتمع، كما أن المفهوم السابق يصعب وضع قواعد محددة له نظرا لتأثره بظروف المستهلك (الجوانب الذاتية)، مما جعل اهتمام الفكر الاقتصادي ينصب ويرتكز في تفسيره للقيمة على مفهوم "قيمة المبادلة" أكثر من قيمة الاستعمال. وما يمكن الإشارة إليه، أن قيمة المبادلة يمكن حسبها حتى وإن لم تتم عملية المبادلة فعليا، مما يعني أن هذه القيمة مرتبطة بقدرة السلعة على المبادلة.

ثالثا: يتم الاعتماد على تيارين رئيسيين في مجا استعمال وحدة القياس لتحديد قيمة التبادل حسب ما جاء به الفكر الاقتصادي وهما:

أ- القياس بوحدات مادية (القياس العيني):

يرى أصحاب هذا التيار أن استخدام وحدات مادية كأداة لقياس القيمة يعتبر أفضل من استخدام النقود، وذلك لتأثر هذه الأخيرة بتغير قوتها الشرائية بشكل مستمر، وتبعا لذلك فقد رأى أ.سميث" A. Smith" أن ساعات العمل المبذولة في الإنتاج هي المقياس الأنسب والسليم لقيمة المبادلة، كما وضح كل من ك.ماركس "K. Marx" و د.ريكاردو"D. Ricardo " عدم صلاحية النقود كمقياس حقيقي للقيمة، بالرغم من اعتبارها وسيطا ووسيلة لتسهيل التبادل.

ب- القياس بوحدات نقدية (القياس المالي):

على الرغم من انتقاد أصحاب الاتجاه الأول للنقود كأساس للتقييم، يرى أصحاب هذا التيار ضرورة اعتمادها في القياس، نظرا لتمتعها بالقبول العام لدى المجتمع كمقياس للقيم.

رابعا: لقد تأثر فكر المدارس الاقتصادية بالظروف التي نشأت فيها، مما انعكس على تسلسل الفكر الاقتصادي عبر مختلف مدارسه في معالجته لمختلف القضايا، وتعتبر النظريات المفسرة للقيمة من القضايا التي شهدت ذلك، وتأثرت بالظروف الاقتصادية التي عايشها كل فكر، إلى الحد الذي يمكن اعتبارها من العناصر التي تميز فكرا عن آخر. في هذا السياق، يمكن تصنيف النظريات العلمية التي تناولت القيمة إلى ثلاثة أنواع، وهي:

- منظور تكلفة الإنتاج (جانب العرض) في تفسير القيمة.
- منظور المنفعة (جانب الطلب) في تفسير القيمة.

- منظور التكلفة والمنفعة (جانب العرض والطلب) كعنصرين في تفسير القيمة.

أ- منظور تكلفة الإنتاج:

يرتكز أصحاب هذا المنظور في تفسير القيمة على القيمة الموضوعية La valeur objective، والمتمثلة في تكلفة الإنتاج، ويمكن أن نجد في هذا الإطار تيارين، حيث أن أحدهما يأخذ بالتكلفة المركبة Coût complexe والآخر يرتكز على التكلفة البسيطة Coût simple .

1)- تيار التكلفة المركبة (النظرية الكلاسيكية للتكلفة المركبة):

يعكس منظور التكلفة بشكل عام والتكلفة المركبة بشكل خاص آراء مفكري المدرسة الكلاسيكية التي على رأسها "A. Smith"، الذي قام بصياغة نظرية العمل التي تحاول تفسير القيمة من خلال تحديدها وقياسها، حيث تتحدد القيمة حسب هذه النظرية بناء على عدد ساعات العمل المبذولة في المنتج، وقد أيده "D. Ricardo " في ذلك مع قيامه بمحاولة تحسينها من خلال إدخال عنصر رأس المال إلى جانب عنصر العمل بنسبة ثابتة في تكلفة الإنتاج، ويعتبر بذلك صاحب أطروحة القيمة-التكلفة المركبة، بعدما ادخل عنصر راس المال إلى جانب العمل. لتظهر بعد ذلك نظرية تكلفة الإنتاج (التكلفة المركبة) بشكلها المطور-لتثري وتصحح ما جاء به D. Ricardo -كمفسر للقيمة من طرف "J.S. Mill" حيث أشار بأن السعر اللازم لإنتاج السلعة يتمثل في تكاليف الإنتاج متضمنة الربح العادي المتوقع من طرف المنتج. ولقد تم إثراء هذه الأطروحة فيما بعد من طرف كل من ج.كارنس J.Cairnes ، ه.فاوست H.Fawcett وه.سدجويك H.Sidgwick.

لقد فرق أصحاب المدرسة الكلاسيكية بين قيمة الاستعمال وقيمة المبادلة، وقد اهتموا فيما يخص قيمة الاستعمال بتلك المرتبطة بالمنفعة الكلية (المجردة) والموضوعية، ولم يهتموا بالمنفعة الحدية (الذاتية). وفيما يتعلق بقيمة المبادلة- التي كانت محور اهتمامهم- اعتبروا أنها لا تتشكل بنفس الطريقة عند كافة السلع، وذلك تبعا لقابلية إعادة إنتاجها من عدمه. فبالنسبة للسلع غير القابلة لإعادة الإنتاج فقيمتها تتوقف على الندرة من جانب العرض وحدة الاحتياج من جانب الطلب، أي أنها تتوقف على الندرة النسبية. أما بالنسبة للسلع القابلة لإعادة الإنتاج، ففرق الكلاسيك بين نوعين من القيمة، وهما القيمة الجارية (أو قيمة السوق)، والقيمة العادية (أو القيمة الطبيعية).

تتحدد القيمة الجارية في السوق تحديدا ظرفيا بتلاقي العرض والطلب على السلعة، وعليه، تمثل السعر الناتج عن ذلك، وهي تميل إلى التساوي مع القيمة الطبيعية التي تتحدد على فترة طويلة. فالأولى تدور حول الثانية(القيمة السوقية تابعة للقيمة الطبيعية) ولا تبعد عنها-إذ أن انحرافها يعود إلى وضعية ظرفية للعرض والطلب- ثم ما تلبث لتعود إليها. ولكن ذلك لا يحدث إلا في حالة المنافسة الحرة حيث يمكن لعوامل الإنتاج أن تنتقل بسهولة من فرع إنتاج إلى آخر. فإذ كانت القيمة الجارية لسلعة ما أعلى من القيمة الطبيعية، فإن عوامل الإنتاج تتجه إلى هذه السلعة، فيزيد عرضها، وتنخفض قيمتها الجارية حتى تصل مستوى القيمة الطبيعية، وعندئذ يتساوى العرض مع الطلب، والعكس صحيح، إذ بذلك نجد أن العرض هو الذي يتغير صعودا وهبوطا ليتماشى مع الطلب، ومن ثم إحداث التوازن (فلسفة المدرسة الكلاسيكية تقوم على جانب العرض). وتتحدد القيمة الطبيعية بتكلفة الإنتاج المتمثلة في الأجور المدفوعة مقابل العمل والفوائد التي تدفع لرأس المال، والتي تمثل في مجملها حسب الكلاسيك (الفوائد والأجور) مقابل العمل. ولما كان هناك اختلاف في تكلفة الإنتاج نتيجة إختلاف الظروف، تتحدد القيمة الطبيعية -حسب الكلاسيك- بتكلفة الإنتاج الأكثر ارتفاعا الناجمة عن أسوء الظروف والضرورية لتموين السوق.

لقد وجهت انتقادات تبين عدم كفاية التكلفة في تفسير القيمة، الأمر الذي أدى إلى ظهور نظرية تكاليف إعادة الإنتاج، حيث يرى " P.A.Walker " أن قيمة التبادل تتحدد في ضوء تكاليف إعادة الإنتاج، وليس في ضوء تكاليف الإنتاج الأصلية التي تتغير بمرور الزمن، أي ينظر للسلعة وكأنها جديدة، وبالتالي كم ستكلف لحظة تاريخ تقييمها. ولقد قدم هذا الطرح أيضا كل من H.Carey و F.Bastiat[8].

مما سبق يلاحظ، أن المدرسة الكلاسيكية فسرت القيمة من منظور التكلفة المركبة. فعند تفسير القيمة فرقت بين قيمة الاستعمال وفسرتها بالمنفعة، وقيمة مبادلة السلع غير القابلة لإعادة إنتاجها وفسرتها بالندرة النسبية، وقيمة مبادلة السلع القابلة لإعادة إنتاجها وفسرتها بتكلفة الإنتاج أي بالعمل ورأس المال[9] (التكلفة المركبة)، إذ أن هذه الأخيرة تشكل الحالة العادية ومثلت محور اهتمامهم. كما نلاحظ عجز المدرسة في إدراك العلاقة بين قيمة المبادلة والمنفعة، إذ يرجع ذلك إلى ما يشار إليه بلغز القيمة، الناتج عن عدم التمييز بين فكرة المنفعة الكلية والمنفعة الحدية للسلعة. ويلاحظ على اهتمام الفكر الكلاسيكي بجانب التكلفة، إنما يعود إلى اهتمامهم وتحليل المشاكل الاقتصادية في الأجل الطويل، فتكلفة الإنتاج تلعب دورا مهما في تحديد سعر السلعة، ويرجع ذلك إلى إمكانية التحكم في إنتاجها وتكييف التغيرات التي تطرأ على الطلب عليها، في حين أنه يصعب في الفترة القصيرة التحكم في إنتاج السلع.

2)- تيار التكلفة البسيطة (النظرية الماركسية للتكلفة البسيطة):

يمثل هذا التيار أب الفكر الاشتراكي "كارل ماركس"، إذ تعتبر نظريته في القيمة امتدادا لنظرية كمية العمل التي تجد أصولها عند "آدم سميث" في تفسيره للقيمة بالنسبة للمجتمعات البدائية (وهي تلك المجتمعات التي تعتمد في نشاطها الإنتاجي أساسا على عنصر العمل)، وعند "ريكاردو" في المراحل الأولى للمجتمعات (نفس فكرة المجتمعات البدائية). ولكن الجديد في نظرية ماركس هو تطبيقها على العمل نفسه واستنباط نظريته في فائض القيمة التي تعتبر أساسا لتحليله ونقده الموجه للنظام الرأسمالي.

وفي هذا السياق، لاحظ ماركس إمكانية توفر قيمة استعمال (منفعة) للشيء دون أن تكون له قيمة مبادلة، ويكفي ذلك أن يكون الشيء نافعا للإنسان حتى دون أن ينتج عن عمله (كالهواء،...). أما العكس فغير صحيح، ذلك أن الشيء لا يمكن أن تكون له قيمة إن لم يكن نافعا، وعليه، فالعمل المتضمن في سلعة غير نافعة يكون قد انفق بلا فائدة، وبذلك لا ينتج أي قيمة. ونتيجة لذلك، نرى أن "ماركس"، يرجع أساس وقياس القيمة إلى كمية العمل المتضمنة في السلعة، أما المنفعة فهي شرط ضروري وأساسي للقيمة، ولا يتم الاعتماد عليها في تفسيرها ولا في قياسها. نجد ماركس قد فسر القيمة بالعمل فقط لذا نجدها سميت بالتكلفة البسيطة على عكس سابقيه كـ Hobbes, R.Cantillon, W.Petty, A.Smith الذين أرجعوا تفسير القيمة إلى العمل بالدرجة الأولى وعوامل أخرى.

ويبرر "ماركس" استبعاد قيمة الاستعمال في تفسير القيمة، على أنها لا تمثل صفة مشتركة بين السلع. ويخلص بعد استبعاد هذه القيمة إلى الصفة المشتركة، والتي ترجع إلى العمل الإنساني. الأمر الذي أدى به إلى استنتاج أن العمل هو أساسا القيمة والمفسر لها، وأن كمية العمل هي مقياس للقيمة. وتتحدد قيمة السلعة، في نظرية ماركس، بكمية العمل التي تبذل فيها، إذ ليس المقصود بالعمل الذي بذل فعلا في السلعة، إنما كمية العمل اللازمة في المتوسط (مدة العمل اللازمة اجتماعيا) لإنتاج

---

[8])- G.Hirigoyen et J.Caby, Op.cit, P :05.

[9])- زينب حسن عوض الله، مجدي محمود شهاب، أسامة محمد الفولي، مرجع سابق، ص:141.

المنتجات. وفي هذا الصدد، يعرف "ماركس" مدة العمل اللازمة اجتماعيا بأنها المدة التي يتطلبها كل عمل يتم بواسطة درجة متوسطة من الكفاءة، وفي ظروف تعتبر عادية بالنسبة لوسط اجتماعي معين.

ولا يأخذ "ماركس" العمل المباشر وحده في تحديد القيمة، بل يضيف إلى ذلك العمل غير المباشر، والمتمثل في العمل الذي قام به الذين أنتجوا الأدوات المستخدمة في إنتاج هذه السلعة. كما يشير إلى أن العمل ليس من طبيعة واحدة، الأمر الذي يدعوا إلى تحويل ذلك العمل المركب إلى عمل بسيط، إذ يعتبر العمل المركب مضاعف العمل البسيط، ويتم تحديد هذا المضاعف بالاعتماد على معدل مبادلة السلع فيما بينها. وعليه، تقاس كمية العمل ومن ثم قيمة السلعة بعدد الساعات المباشرة وغير المباشرة من العمل الاجتماعي التي تطلب إنتاجها.

ب- منظور المنفعة:

حاول في نهاية القرن الثامن عشر بعض الاقتصاديين الفرنسيين (المنتمين للمدرسة الطبيعية)، وخاصة منهم "جالياني"، "تيرجو" و"كوندياك"، تفسير القيمة انطلاقا من المنفعة، فخلصوا إلى أن السلع تكون لها قيمة لا لأنها قد تضمنت نفقة، بل لأنها تشبع حاجات الإنسان (لها منفعة). وانتهوا إلى أن القيمة تتناسب مع المنفعة وتختفي باختفائها. ومن جهة أخرى، فقد حاول "ساي" إدخال المنفعة في تفسير القيمة، وبين أن السلع تتبادل على أساس منفعتها الاجتماعية. لكن ما سبق من محاولات لم يستطع في حينه أن يتغلب على الاعتراض الذي قدمه "أ.سميث" فيما يخص محاولة الربط بين القيمة والمنفعة. الأمر الذي أدى إلى طغيان نظرية كمية العمل ونظرية تكاليف الإنتاج، وبقي التعارض قائما في الفكر الاقتصادي السائد بين متضادين؛ إذ أن المنفعة شرط أساسي للقيمة من جهة، ومن جهة أخرى أن المنفعة لا تفسر القيمة ولا تصلح مقياسا لها.

إن منظور(نظرية) المنفعة كان نتيجة لأفكار المدرسة النيوكلاسيكية (الحدية) التي جاء بها كل من "جيفنز" في إنجلترا و"منجر" في النمسا و"فالراس" في فرنسا. من خلال توضيح الفرق بين المنفعة الكلية والمنفعة الحدية للسلعة، حيث أرجعت تفسير قيمة المبادلة للسلعة إلى مفهوم المنفعة الحدية. إلا أن هذا التوجه لقي انتقادا واسعا لأنه عزى محدد القيمة إلى عامل واحد فقط، والمتمثل في جانب الطلب دون ما التعرض إلى جانب العرض. و ما تجدر الإشارة إليه، أن فكرة التوجه فيما يخص القيمة بنيت على أساس انتقاد أعمال المدرسة الكلاسيكية في إرجاع القيمة إلى التكلفة، وبالأخص إلى العمل. فعلى سبيل المثال قد نجد صيادا يستغرق نفس الوقت في العمل، فيصطاد في المرة الأولى سمكة أما في المرة الثانية فتعلق قطعة ذهبية بصنارته، وانطلاقا من أن قيمة الذهب في السوق أعلى من قيمة السمكة، فحسب رأيهم، ليست التكلفة هي التي تحدد قيمة الشيء، بل المنفعة التي تعود من وراء ذلك الشيء.

وقد تمكنت هذه المدرسة من التوفيق بين المنفعة والندرة عن طريق إدخال فكرة المنفعة الحدية، وإثر ذلك استطاعت حل لغز القيمة الذي واجه "أ.سميث" برفع التعارض الحاصل بين المنفعة والقيمة؛ أي بين ارتفاع منفعة بعض الأشياء مع انخفاض قيمتها وبين انخفاض منفعة بعض الأشياء مع ارتفاع قيمتها.

ج- منظور تكلفة الإنتاج والمنفعة معا (المحاولات التوفيقية):

يمكن أن نجد إشارات لهذا الطرح عند "ساي"، فقيمة السلعة في نظره لا تتحدد بكمية العمل المبذولة فيها، بل تتحدد أيضا بالمنفعة. وبذلك يكون "ساي" قد أضاف المنفعة إلى تكلفة الإنتاج في تفسير القيمة. وقد خلص هذا المفكر إلى أن قيمة شيء ما ليست إلا نتيجة التقدير المتعارض الذي يقوم به من يكون في حاجة إلى هذا الشيء وبين من ينتجه. وعليه، فالقيمة ترتكز عنده على المنفعة التي

تحدد الطلب، وتكلفة الإنتاج التي تضع حدا لهذا الطلب، إذ يتوقف الطلب عندما يكلف كثيرا(عندما ترتفع تكلفة إنتاجه عن منفعته). وعلى الرغم من عدم توصل "ساي" لنظرية نهائية في القيمة، فإنه استطاع أن ينبه إلى علاقة المنفعة بالقيمة، التي أعطت الأساس لنظرية القيمة عند "مارشال".

ويعتبر الاقتصادي "مارشال""A. Marshall" هو الذي أعطى التفسير العلمي الدقيق فيما يرتبط بالقيمة-تكلفة الإنتاج-المنفعة، حيث بين أن قيمة المبادلة تتحدد بعاملين اثنين، وهما جانب الطلب الذي يستند إلى المنفعة التي تعود للمستهلك، وجانب العرض الذي يستند إلى تكلفة الإنتاج، وبالتالي فكلا العاملين يحددان معا القيمة ولا يمكن لأحدهما تحديدها دون الآخر، وقد أعطى مثالا في ذلك للمقص الذي له فكين، فعندما تتم عملية القص لا نستطيع معرفة أي فك قام بالقص، لكن الثابت أن عملية القص تمت، والتي لن تتم بتلك الطريقة دون كلا الفكين. وفي تحليله للعرض والطلب كمفسرين للقيمة، استعمل المفهوم الحدي، وعليه فقد اعتمد في التحليل على المنفعة الحدية والتكلفة الحدية.

خامسا: نتيجة للاستعراض السابق، تتحدد القيمة في الفكر الاقتصادي في ظل متغيرين اثنين، وهما المنفعة التي يحصل عليها المستهلك من جراء استخدامه للمنتج (الطلب)، والتكلفة التي يتم تكبدها من المنتج للسلعة (العرض). وبين العرض والطلب يكون المستهلك على استعداد لدفع السعر الذي يقدم له منفعة يراها موافقة له، أما المنتج فسوف لن يتخل عن السلعة ما لم يتم تغطية جميع التكاليف مضافا إليها هامش معقول، وبين ارتفاعهما (التكلفة والمنفعة) وانخفاضهما، عكسيا أو طرديا، يتم تعديل السعر الذي يتم الوصول إليه.

1-2- القيمة في الفكرين المحاسبي والمالي:

يرتبط موضوع القيمة في الفكرين المحاسبي والمالي بقيمة السلعة، بالإضافة إلى قيمة المؤسسة على عكس الفكر الاقتصادي الذي ارتبط بالسلعة فقط نتيجة قدمه وعدم تزامنه مع ظهور المؤسسة بمفهومها المتعارف عليه في الوقت المعاصر. فالفكر المحاسبي يتطرق لقيمة السلعة (عناصر الميزانية) وقيمة المؤسسة (تجميع الأصول منفصلة) معا، بينما ينحاز الفكر المالي بشكل أكبر إلى قيمة المؤسسة وأسهمها.

1-2-1-القيمة في الفكر المحاسبي:[10]

يتفرد الفكر المحاسبي بدوره الرائد في القياس ويمثل جوهر ارتكاز العمل المحاسبي ومحوره، وذلك من خلال استخدام الأرقام في التعبير عن الأنشطة التي تمارسها المؤسسات الاقتصادية بهدف تحديد نتائجها ووضعيتها المالية. إلا أنه من الملاحظ، عدم توافر نظرية مستقلة للقيمة عند هذا الفكر بالمقارنة بما هو متوافر لدى الفكر الاقتصادي.

يمكن تصنيف ما أورده الفكر المحاسبي في مجال القياس المحاسبي للقيم إلى مدخلين رئيسيين يحتوي كل منهما على أكثر من طريقة يتم اتخاذها كأساس للقياس، وهما:

- مدخل (مقاربة) التكلفة في القياس المحاسبي.
- مدخل القيمة في القياس المحاسبي.

يعتمد مدخل التكلفة في تقييم وتحديد النتائج وتصوير المراكز المالية للمؤسسات على أساس التكاليف التي تم إنفاقها للحصول على الأصل/الخصم (أحد الحسابات)، وذلك بتكلفة الحيازة/الشراء

---

[10])- إبراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، 1995، ص ص :07- 10 (بتصرف).

للعناصر المحصل عليها من خارج المؤسسة، وتكلفة الإنتاج للعناصر المنتجة بواسطة إمكانيات المؤسسة نفسها. ونجد طريقتين للتقييم وفق هذا المدخل، هما:

- طريقة التكلفة التاريخية.
- طريقة التكلفة التاريخية المعدلة.

يرتكز التقييم وفق هذه الطريقة على أحد المبادئ المحاسبية الهامة، والمتمثل في مبدأ التكلفة التاريخية المعتمد في تسجيل العمليات المحاسبية، وظهر هذا المبدأ مع بدايات تبلور الفكر المحاسبي، ويعد من بين أهم مرتكزات العمل المهني المحاسبي. حيث برز هذا المبدأ بمعية مبادئ أخرى منذ زمن بعيد، ويعتبر من بين المصادرات (postulats) غير القابلة للبرهنة، والتي يصطلح عليها بالمبادئ المحاسبية المقبولة عموما[11].

تعرض هذا المبدأ لانتقادات واسعة، خاصة في شكله الأولي باعتباره لا يعطي الصورة الحقيقية لوضعية المؤسسة مع التدهور الحاصل في القدرة الشرائية للنقود، مما حدا بالمنظمات والهيئات العلمية والمهنية للمحاسبة، على غرار مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB[12] إلى سن معايير** تشير إلى ضرورة تقييم بعض الأدوات المالية كالقيم المشتقة[14] وفق مبدأ القيمة العادلة[15] Juste valeur كبديل للتكلفة التاريخية.

وما يلاحظ، اقتصار مجال تطبيق مفهوم القيمة العادلة حسب المعايير الدولية على الأصول المالية فقط ، وبقاء تقييم الأصول الأخرى بالتكلفة التاريخية، مما يبين أن هذه الأخيرة مازالت تتمتع بقبول عام وبنوع من الموضوعية، فحسب Ijiri (1971,1975) " تمثل التكلفة التاريخية القياس الأكثر موضوعية والأكثر مصداقية من الطرق البديلة لها وتسمح أيضا بتفادي تعارض المصالح"[16]. وذلك بالرغم من المشكل الكبير الذي تعانيه في إعطاء صورة وفية وصادقة عن حقيقة القيم المسجلة في القوائم المالية خاصة في أوقات التضخم.

---

[11])- مداني بن بلغيث، أهمية إصلاح النظام المحاسبي للمؤسسات في ظل أعمال التوحيد الدولية –بالتطبيق على حالة الجزائر- أطروحة دكتوراه غير منشورة جامعة الجزائر،2004، ص:30.

[12])- للإطلاع على IASB(International Accounting standards Board) والهيئة الأم IASC (International Accounting standards committee) IASC/IASB أنظر على سبيل المثال إلى:

- Conseil régional Paris/Ile de France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, Le marche de l'évaluation, Document de travail sur l'évaluation d'entreprises, 25 mars 2005,PP : 11-18,In : http://entrepriseevaluation.com , site consulté le 22/05/2005.
- مداني بن بلغيث، مرجع سابق، ص ص:127-131.

**)- IASBهي المسؤولة على عملية التوحيد والتوافق المحاسبين دوليا من خلال استصدار مجموعة من المعايير، التي يوجد من بينها المعيار IAS 39, IAS32 الخاصين بالأدوات المالية: الأول بالمعلومات الواجب الإفصاح عنها والتقديم والثاني بكيفية التسجيل المحاسبي والتقييم.

[14])- للاطلاع على تقييم الأدوات المالية وفق القيمة العادلة، أنظر على سبيل المثال إلى:

- D.Tweedie, Le rôle de la juste valeur dans la comptabilisation des instruments financiers, 05/06/2003, In : http://www.aef.asso.fr , Consulte le 23/04/2005.

[15])- للاطلاع أكثر على هذا المفهوم، أنظر على سبيل المثال إلى:

- J.F.Casta , La comptabilité en « juste valeur » permet-elle une meilleure représentation de l'entreprise ?, in : La revue d'économie financière en ligne, N°71,23/07/2003 . In : http://www.aef.asso.fr/servlets/servePDF?id=3186 , Consulte le 23/04/2005.
- R.Ricol et S.Bonnet-Bernnard, La juste valeur : un serpent de mer depuits bientôt quinze ans, In : Revue d'economie financiere en ligne ,20/05/2003, http://www.aef.asso.fr , Consulte le 23/04/2005.
- J.Richard, Fair value, le troisième stade du capitalisme comptable ? le cas de la France (02), In Analyses et documents économiques, N°96, Juin 2004, PP :43-48.

[16])-J-F.Casta, Op. cit, P : 03.

على الرغم من تميز الطرق الخاصة بمدخل التكلفة بعدد من المزايا: الموضوعية، إجراء المقارنات، عدم تجاهل التغيرات التي تحدث في المستوى العام للأسعار والحفاظ على القوة الشرائية لرأس المال الاسمي، نجد أن هناك مجموعة من الانتقادات تختص بها تلك الطرق، من أهمها: عدم سلامة ودقة القياس، وتزايد درجة المخاطرة المرتبطة بالقرارات التي يتم اتخاذها في ضوء نتائج ذلك القياس، مع صعوبة اختيار الرقم القياسي الملائم للتعبير عن التغير في المستوى العام للأسعار.

يعتمد مدخل القيمة في تقييم وتحديد النتائج والمراكز المالية للمؤسسات على أساس مفهوم القيمة في عملية التقييم المحاسبي، وذلك من خلال طرق القياس الآتية:

- طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية (بأسعار السوق).
- طريقة محاسبة التحديث المستمر.
- طريقة الدخل المتوقع.

بالرغم من المزايا التي تتسم بها طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية، كتوفيرها لقدر كبير من الدقة في تحديد النتائج، مما يحقق واقعية القياس والحفاظ على راس المال المادي للمؤسسة، إلا أن هناك عدة انتقادات توجه إليها، منها صعوبة تحديد ماهية تكلفة الإحلال الواجب الاعتماد عليها.

تعتمد طريقة محاسبة التحديث المستمر على افتراض أساسي ينطلق من أن مشاركة المؤسسة في النشاط، يتطلب قيامها بالاختيار بين بدائل التشغيل المختلفة، نظرا لندرة الموارد المتاحة لديها. ويمكن قياس تلك المشاركة باستخدام مفهوم "تكلفة الفرصة البديلة" للأصول التي تحوزها المؤسسة بصورتها الحالية، والتي يعبر عنها بالمكافئ النقدي الجاري لهذه الأصول، والذي يعادل قيمتها البيعية الجارية التي تعكس السعر القابل للتحقق فورا. أما فيما يرتبط بعناصر المخزون فإنها تستثنى من هذه الطريقة، ويتم تقييمها باستخدام مفهوم التكلفة الاستبدالية الجارية.

نظرا لأن الخاصية النقدية تمثل –في أي لحظة زمنية- الطريقة الملائمة للتعبير عن جميع الأنشطة التي يمكن للمؤسسة مزاولتها في السوق، فإن الميزة الوحيدة التي أوردها أنصار طريقة محاسبة التحديث المستمر، تتمثل في أن الميزانية تعكس قدرة المؤسسة في لحظة معينة على الدخول في مبادلات غير مباشرة. نظرا لاعتماد تلك القدرة على العلاقة القائمة بين ممتلكات والتزامات المؤسسة، والتي تقيم بالمكافئ النقدي الجاري. إلا أن هذه الطريقة هي محل انتقاد، ليس فقط في اختلاف الأسلوب المستخدم في تقييم عناصر الميزانية، بل أيضا لاختلاف القاعدة المستخدمة في تقييم العنصر الواحد، فعلى سبيل المثال يقيم حساب قرض السندات (مورد) بالمبلغ الأصلي التعاقدي له، بينما يقيم الحساب الخاص بالاستثمار في السندات بالمكافئ النقدي الجاري عند تغير معدل الفائدة السائد في السوق.

يعد مفهوم "القيمة الاقتصادية" بمثابة محور الارتكاز لطريقة الدخل المتوقع كأساس لقياس القيمة، حيث تختص المحاسبة تبعا لهذه الطريقة بقياس المنافع الاقتصادية المتوقع حصول المؤسسة عليها في المستقبل، نتيجة استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها. وللقيام بذلك، يتم تقسيم المؤسسة إلى أربعة مجموعات، تشمل الأولى الأصول النقدية، وتتضمن الثانية مجموعة الأصول التي يمكن تحويلها سريعا إلى نقدية، في حين تشمل الثالثة مجموعة الأصول التي يصعب تحويلها سريعا إلى نقدية، وأخيرا مجموعة الأصول غير النقدية.

نجد أن مفهوم القيمة العادلة ينتمي إلى مدخل القيمة في القياس المحاسبي، ففي جانب منه* نجده يمثل طريقة فرعية من طريقة الدخل المتوقع، باعتبار أن قيمة الأصول المالية غير المسعرة (لا توجد لها سوق) تحسب انطلاقا من القيمة المستحدثة La valeur actuarielle الناتجة عن تطبيق طريقة استحداث التدفقات النقدية للأصل المعني[17]، فهذه التدفقات النقدية تعتبر مداخيل مستقبلية متوقعة.

يرتبط ما سبق ذكره عن القيمة في الفكر المحاسبي بقياس عناصر الميزانية (قيمة سلعة)، شأنها شان القيمة في الفكر الاقتصادي (قيمة سلعة). لكن ما ينبغي الإشارة إليه أن بدايات عملية تقييم المؤسسات (كمجموعة من العناصر) هي ذات أصول محاسبية[18]، الأمر الذي يبين أنها -هي الأخرى- كانت وليدة الفكر المحاسبي وموضوع دراسة له في جانبها النظري، إضافة إلى الجانب الميداني (الخبرة الميدانية) الذي تجسد عن طريق ممارسة الخبراء المحاسبين لعمليات التقييم في الميدان. والملاحظ أن عمليات القياس السابق الإشارة إليها، تمثل الأساس الذي ترتكز عليه الطرق المحاسبية لتقييم المؤسسات**.

وتصنف طرق التقييم المحاسبية للمؤسسات إلى طرق تقييم الذمة المالية Les valeurs patrimoniales من جهة، والطرق المصححة لهذه الطرق ممثلة في قيمة العائد La valeur de rendement وفائض القيمة Goodwill من جهة أخرى.[19]

من خلال ما تم استعراضه في الفكر المحاسبي حول القيمة، نجد أن طرق التقييم التي أوردها هذا الفكر قد تأثرت بما جاء به الفكر الاقتصادي فيما يخص بتفسير مفهوم القيمة وقياسها. فنجد أن طريقة القياس المحاسبي المعتمدة على التكلفة التاريخية، إنما تساير منظور تكلفة الإنتاج في الفكر الاقتصادي. أما فيما يرتبط بطرق التقييم المحاسبي التي تأخذ في الحسبان التغير في المستوى العام للأسعار، نجد أنها قد تأثرت بنظرية تكلفة إعادة الإنتاج التي جاء بها الفكر الاقتصادي. كما تأثرت طريقتي التقييم المحاسبي المعتمدتين على التكلفة الاستبدالية والمكافئ النقدي الجاري بمنظور تكلفة الإنتاج والمنفعة معا الواردة في الفكر الاقتصادي. هذا الأخير الذي كان له الدور المؤثر على طريقة الدخل المتوقع الحصول عليه -المعتمدة في التقييم المحاسبي- والمؤطر لها.

1-2-2- القيمة في الفكر المالي:

ينصرف الفكر المالي في دراسة القيمة إلى القيمة المرتبطة بالمؤسسة، وذلك على عكس نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي التي كانت تدور حول قيمة السلعة. ولعل ذلك، سوف لن ينجر عنه اختلاف في المبدأ بين النظرة إلى قيمة السلعة وقيمة المؤسسة، باعتبار أن المؤسسة مكونة من

---

*)- أما في الجانب الآخر، فبالنسبة للأصول المالية المسعرة في البورصة أو التي لها سعر في سوق نشط فإن ذلك السعر يمثل أحسن مرجع للقيمة العادلة. وذلك حسب معيار المحاسبة الدولي Ias 39, 99 .

[17])- Ias 39, 100 dans : J.Richard, OP.cit, P : 45.

[18])- G.Hirigoyen et J.Caby, Op.cit, PP :08-10.

**)- يتم استعراض هذه الطرق وطرق أخرى في الفصل الثالث، كما يمكن التوسع والاطلاع أكثر على طرق التقييم المحاسبية، بالرجوع على سبيل المثال إلى:

- هواري سويسي، إشكالية تقييم المؤسسات في ظل الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر- دراسة حالة مؤسسة الأشغال التكميلية للبناء بورقلة-، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001، الفصل الثالث.
- J.G.Degos et G.Hirigoyen, Evaluation des sociétés et de leurs titres, Vuibrt, Paris, 1988.
- Les numéros spéciaux de la revue Analyse financière consacrés à l'évaluation des entreprises (N°49, 2ème trimestre 1982 et n°74, 4ème trimestre 1988).

[19])- G.Hirigoyen et J.Caby, Op.cit, PP : 08-10.

مجموعة من عوامل الإنتاج من بينها السلع بمفهومها الواسع سواء كانت استثمارات أو غير ذلك أو الأصول بمفهوم أشمل. وعليه، تحاول النظرية المالية (الفكر المالي) التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بنظرية قيمة المؤسسة التي تستمد مرجعيتها في الأساس من الفكر الاقتصادي في الجانب النظري، كما نجدها تستعير جانبا من أدوات القياس من الفكر المحاسبي*.

1- 2-2-1- تطور النظرية المالية (الفكر المالي)- من النظرية التقليدية إلى النظرية الحديثة:

تدرس النظرية المالية جانبين هامين يتمثلان في مالية المؤسسة ومالية الأسواق، إذ أن كثيرا من الدراسات في مجال المالية تمزج بين النوعين مما يصعب الفصل بينهما. وكمثال على النوعين، نجد أن نظرية كفاءة الأسواق تقع في دراسات مالية الأسواق بينما تنتمي نظرية الهيكل المالي إلى مالية المؤسسة. والواقع، أننا نجد كثيرا من النظريات منشؤها الأسواق وتم إسقاطها ومحاكاتها على المؤسسة، كإسقاط الخيارات-التي منشؤها السوق المالي- على المؤسسات مما أفرز نظرية الخيارات الحقيقية، والأمر كذلك بالنسبة لنموذج تسعير الأصول المالية الذي يقيم الأوراق المالية والذي تم إسقاطه على الأصل الاقتصادي للمؤسسة للدخول في تقييمه من خلال حساب تكلفة رأس المال (معدل استحداث). فكل من مالية المؤسسة والأسواق بانفصالهما أو تداخلهما يمثلان نظريات الفكر المالي. وعليه، سنحاول في هذا الجزء أن نعرج على فصول تطور النظرية المالية باعتبارها المصدر الذي ظهرت فيه نظرية قيمة المؤسسة وجانبا من أدوات قياسها (نظرية التقييم).

ما ينبغي الإشارة إليه في البداية، أنه إلى غاية 1950، لم تكن تتوفر للمديرين الماليين للمؤسسات نظرية مالية قائمة بذاتها يستحق ذكرها، فقد كان يتم الرجوع إلى الفكر الاقتصادي لفهم الظواهر والتطورات الحاصلة في محيط المؤسسة، كما يتم استعمال التقنيات المحاسبية للقيام بالقياس المالي[20]. وفي هذا الإطار، كان يتم الرجوع كثيرا إلى الفكر النيوكلاسيكي نتيجة إدخاله التكميم في الاقتصاد(المفهوم الحدي) ودراسته جوانب جزئية تقترب كثيرا لمشاكل المؤسسة ومحيطها. ولقد انعكس هذا التأثير حتى بعد ظهور النظرية المالية الحديثة، وبقيت تستمد منهجيتها وإطارها الفكري بشكل كبير من النظرية النيوكلاسيكية للمؤسسة Théorie néoclassique de la firme[21] (الفكر الاقتصادي).

إن ما سبق لا ينفي –بشكل مطلق- وجود نظرية مالية أو فكر مالي، فكما يشير "فان هورن" في كتابه المعنون بـ-"السياسة والإدارة المالية" "Financial Management and Policy(1972)" أن المالية باعتبارها مجالا أكاديميا منفصلا عن الاقتصاد، برزت وتطورت عبر مراحل-تعكس بدورها تطور البحث في هذا المجال- تمتد من بداية القرن العشرين إلى غاية الخمسينيات من نفس القرن**، تاريخ بداية ظهور النظرية المالية الحديثة، إذ تتمثل هذه المراحل ضمن هذا المجال الزمني المحدد فيما يلي :[22]

---

*)- يستمد الفكر المالي بدوره أدوات القياس من الفكر الاقتصادي، كما يستمد منه فلسفته، إلا أنه في الجانب التقني يصبح الفكر المحاسبي الأساس المباشر للفكر المالي.

[20])-J.Caby et G.Hirigoyen, La création de la valeur de l'entreprise, 2e édition, Economica, Paris, 2001, P : 05.
- G.Hirigoyen et J.Caby, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Op.cit, P01.

[21])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de la valeur de l'entreprise, Op.cit, P : 05.

**)- هناك مساهمتين هامتين تمثلان انطلاقة ظهور النظرية المالية الحديثة، حيث أن الأولى كانت من طرف "ماركويتز" H.Markowitz (1952) في مقاله: Portfolio sélection, In Journal of finance, mars 1952, PP.77-91 من خلال إدخال حالة عدم التأكد incertain في المالية، وبذلك فقد وضع إصبعه على المشكل المركزي في المالية المتمثل في المخاطر Le risque، فهذا الإبداع والاكتشاف العلمي غير بشدة Révolutionné طريقة التعامل مع الإشكاليات المالية على مستوى البورصة أو على مستوى المؤسسات؛ (لمزيد من الاطلاع أكثر على هذا العمل المبتكر وأعمال أخرى=

- المرحلة الأولى: تبدأ هذه المرحلة مع بداية القرن العشرين، حيث تميزت بظهور علم قائم بالمالية منفصل عن علم الاقتصاد. إذ كان محتواها وصفي Descriptif يشمل ويبحث في الأدوات Les instruments ، الهيئات Les institutions والإجراءات المرتبطة بالأسواق المالية.

- المرحلة الثانية: تبدأ من سنة 1920، والتي تميزت بنوع من الإبداع التكنولوجي Innovation technologique وبروز صناعات جديدة، كان لها الأثر في تزايد احتياج المؤسسات للأموال، الأمر الذي زاد من أهمية مصادر التمويل والسيولة. وفي هذا الإطار، كان دور الفكر المالي منصبا على وصف طرق التمويل الخارجية لتتبع التسيير المالي الداخلي للمؤسسة.

- المرحلة الثالثة: تبدأ مع ظهور أزمة الكساد العظيم La grand dépression في سنة 1929 والتي ميزت مرحلة الثلاثينيات من القرن الماضي، حيث ألقت هذه الأحداث بظلالها على الفكر المالي، إذ اصبح يركز ويبحث في الجوانب المالية المتعلقة بالحفاظ على بقاء La survie واستمرارية المؤسسة، وبالأخص فيما يرتبط بالمحافظة على السيولة، قرارات الإفلاس Les décisions de faillite وعمليات التسوية Redressement . وعليه، فالانشغال الأساسي الذي ميز هذه المرحلة انصب في الحفاظ على الدائنين من جهة، وبسن القواعد والتنظيمات Règlements المرتبطة بنشر القوائم المالية (التي ظهرت في تلك الفترة) من جهة أخرى.

- المرحلة الرابعة: تبدأ من أربعينيات القرن العشرين، إذ نجد أن سنوات الأربعينيات وبداية الخمسينيات من ذلك القرن أفرزت مقاربة تقليدية Approche traditionnel ارتكزت على نظرة الأطراف الخارجية؛ دائنين ومستثمرين، بالإضافة إلى تميزها بالجانب الوصفي. أما بالنسبة للعشرية التي تلت ذلك (الخمسينيات) فقد تميز فيها الفكر المالي بإعطاء أهمية كبرى إلى طرق اختيار الاستثمارات، بالنظر لتوسع انشغالات المديرين الماليين للمؤسسات تجاه قرارات الاستثمار. كما شهدت هذه الفترة ميلاد نماذج التقييم وظهور علاقة بين التسيير المالي وتحليل الأوراق المالية. ولقد عرفت هذه الفترة أيضا إنشاء الدورية المعروفة في المالية المسماة بـ" Journal of finance" وذلك في سنة 1946 الأمر الذي يدلل على بداية تكثيف الدراسات في حقل المالية.

ما يلاحظ على هذه الفترة فيما يخص المالية كعلم أكاديمي هو الغياب شبه الكلي للانشغالات التفسيرية Préoccupations explicatives التي بموجبها يتم البحث ودراسة الجوانب الميدانية عن

= لهذا المفكر أنظر إلى:
G.Gallais-Hamonno, Harry Markowitz ou la fondation de la finance moderne, In Les grands auteurs en finance, (collection dirigé par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003, PP :07-30. أما الثانية، فكانت سنة 1958 من خلال مساهمات "مودجيلياني" و"ميلر" Modigliani et Miller خاصة في مقالهما المعروف والمؤسس لهذا المنحى الجديد: The cost of capital, corporation finance and theory of investment, American Economic Review,Juin1958,48,PP.261-297 حيث شكلا ثورة في مجال الفكر المالي فيما يرتبط أساسا بمالية المؤسسة من خلال استحداث طريقة تفكير وتنظيم مبتكرة لدراسة إشكالية الاختيارات المالية الكبرى للمؤسسة (التمويل والاستثمار)، وإدخال حالة عدم التأكد والأسواق المالية في تفسير القرارات المرتبطة بالمؤسسة (الهيكل المالي بالأخص) ولمزيد من الإطلاع على إسهامات "ميلر" فيما يرتبط بهذه النقطة ونقاط أخرى، أنظر إلى: M.Albouy, Merton H.Miller : sa contribution à la finance d'entreprise, In : Les grands auteurs en finance, op.cit, PP :61-85. et G.Charreaux,Theorie financière et stratégie financière, Août 1992, IAE Dijon, PP : ,In : http://perso.orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/THFISTG.pdf ما يلاحظ أن كلا الإسهامين مهمين، لذا فبداية النظرية المالية الحديثة بشكل عام كانت في سنة 1952، وتعززت أكثر من جانب حداثتها في سنة 1958 وذلك فيما يرتبط بمالية المؤسسة خصوصا.

[22])- G.Charreaux,Theorie financière et stratégie financière, Août 1992, IAE Dijon, P :07-08 ,In : http://perso.orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/THFISTG.pdf

طريق تقديم ودراسة الواقع أو دراسة المعايير المستخرجة من الواقع. كما نلاحظ أن الدراسات المرتبطة باختيار الاستثمارات والتقييم ترتكز في الأساس على النظرية الاقتصادية النيوكلاسيكية وبالتحديد على أعمال "فيشر" I.Fisher . إضافة إلى ارتكاز تحليلها للظواهر المالية في غالبه على الجانب الوصفي في جميع مراحلها.

كانت فترة الخمسينيات من القرن الماضي بمثابة نقطة تحول في الفكر المالي (الانتقال من مالية كلاسيكية إلى مالية حديثة) من خلال إدخال حالة عدم التأكد في الدراسات وبداية استعمال الرياضيات والنمذجة (الاقتصاد القياسي) بدلا من الاعتماد على الجانب الوصفي (المالية الوصفية) الذي كان سائدا قبل هذه الفترة، ويلاحظ ذلك بقوة عند بداية هذا التحول في نظرية اختيار الاستثمارات. كما شهدت هذه الفترة خاصة مع نهاية الخمسينيات ظهور مفاهيم جديدة متمثلة في تكلفة رأس المال والهيكل المالي الأمثل نتجت في الأساس عن تغير أسلوب التحليل وإدخال متغيرات جديدة (كالمخاطر،...).

إن بداية ظهور وتشكل ما يعرف في الأدبيات المالية بالنظرية المالية الحديثة في فترة الخمسينيات من القرن الماضي، يرجع فيها الفضل إلى أعمال "ماركويتز" بمقاله الشهير "اختيار المحفظة" في سنة 1952 الذي أدخل حالة عدم التأكد التي نجم عنها ثورة في مجال المالية وقدم قياسا للمردودية والمخطر من خلال الأمل الرياضي والانحراف المعياري. وقد تدعم هذا الإنجاز على مستوى النظرية المالية، خاصة فيما يرتبط بمالية المؤسسة بأعمال "مودجلياني وميلر" من خلال مساهمتهما المشهورة سنة 1958 – والتي كانت هي الأخرى بمثابة ثورة في مجال المالية من خلال تغير أسلوب التفكير والتحليل وباعتبارها كانت قاعدة لما جاء بعدها من دراسات ونظريات في مجال مالية المؤسسة بالأخص-التي جاءت في مقال عنوانه "تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة ونظرية الاستثمار" « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment » حيث كانت الدراسة تصب في إطار الأعمال المكرسة لنظرية الاستثمار. والأمر الذي أحدث ثورة في النظرية المالية يتمثل في تقديم مبدأ التحكيم Arbitrage وربط دراسات المؤسسة بالأسواق المالية، ففي هذا الإطار كانت الأهداف المرجوة من الكاتبين تتمثل في : (1) بناء نظرية لدراسة تأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة في ظل حالة عدم التأكد؛ (2) إيضاح كيفية استعمال هذه النظرية لحل مشكل تكلفة رأس المال و تطوير نظرية الاستثمار في ظل عدم التأكد[23].

ثم تلت هذه المساهمات أعمال نذكر أهمها باختصار ما يلي[24]:

[23]- للاطلاع أكثر أنظر إلى:

- G.Charreaux,Theorie financière et stratégie financière, Août 1992, IAE Dijon, PP :07-09 ,In : http://perso.orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/THFISTG.pdf

[24]- للاطلاع أكثر على هذه الإسهامات والنظريات ونظريات أخرى في المالية الحديثة -التي تتخذ في أغلبها قيمة المؤسسة كاهتمام كبير لها-، أنظر على سبيل المثال إلى :

- Ibidem, PP : 10-20.
- M.Albouy et autres, Les grands auteurs en finance, Edition ems, Colombelles, 2003.
- G.Hirigoyen et J.Caby, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Op.cit .

- "شارب" Sharpe (1964)[25]، "لينتنر" (1965[27], 1969[26]) Lintner و"موسن" (1966[28]) "Mossin" من خلال إسهامهما في تقييم المخطر (نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF)[*] وأخذه في الحسبان في اختيار الاستثمارات.
- أعمال "بلاك وشولز" Black et Scholes (1973)[29] من خلال إعطاء خاصية الخيارات للاستثمارات الحقيقية وللتمويل Les options réelles .
- أعمال "جينسن وميكلينغ" Jensen et Meckling (1976)[30] من خلال تقديم السياسة المالية كطريقة لحل الصراعات الناجمة عن أطراف الوكالة؛ النظرية الإيجابية للوكالة.
- أعمال "مايرز وماجليف" Meyers et Majluf (1984)[31] المتمثلة في تقديم السياسة المالية كوسيلة لاعطاء إشارات للمستثمرين Signalisation؛ وتقديم نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل Théorie hiérarchique des financements (Pecking order theory) .
- أعمال "وليامسن" Willamson (1988)[32] من خلال تقديم نظرية تكاليف المبادلات وتصميم الإطار المؤسسي Institutionnelle لمالية المؤسسة.
- أعمال "بارتون وقوردن" (1987[33]، 1988[34]) Barton et Gordon من خلال تقديم النظرية الاستراتيجية لهيكل التمويل.
- ... الخ.

ما ينبغي أن نشير إليه بعد استعراض مسار تطور النظرية المالية وانتقالها من نظرية تقليدية إلى نظرية حديثة، أن اهتمامها اصبح منصبا على مجالات عديدة قد أهملت في المراحل التاريخية السابقة، نحصرها فيما يلي[35]:

- الاهتمام بالتحديد الدقيق للأهداف المالية للمؤسسات باختلاف نوعياتها؛
- الاهتمام باستحداث نظريات عديدة لتكوين الهيكل المالي وحصر العوامل المختلفة التي يجب أخذها في الاعتبار عند إقرار هيكل مالي معين، مع ترك المجال مفتوحا لإمكانية تعديله مستقبلا إذا ما كان هناك حاجة لذلك؛

---

25) - W.Sharpe, Capital asset prices-A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of finance, September 1964, PP; 425-442.

26)- J.Lintner, The aggregation of investors divers judgments and preferences in purely competitive markets, Journal of financial and quantitative analysis, December 1969, Vol.4.

27)-J.Lintner, The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, Review of economics and statistics, February 1965, Vol.47.

28)-J.Mossin, Equilibrium in a capital asset market, Econometrica, October 1966.

* - يعود السبق في تقديم النموذج لشارب، وقد تم تطويره من طرف كل من "لينتر" و"موسن" على التوالي.

29)- F.Black and M.Schols, The pricing of options and corporate liabilities, Journal of political economy,81, 1973, PP.635-654.

30)- M.C.Jensen,W.H.Meckling, Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costes and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 3(2) , PP. 305-360.

31) - Meyers.S.C et Majluf.N.C, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of financial economics, 13, PP187-221.

32)- Williamson.O.E, Corporate finance and corporate governance, Journal of Finance, Vol43, Juillet 1988.

33)- Barton and Gordon, Corporate strategy : useful perspective for the stady of capital structure ?, Academy of Management Review, Janvier 1987.

34)- Barton and Gordon, Corporate strategy and capital structure, Strategic Management Journal, 1988.

35)- مركز الخبرات المهنية للإدارة: منهج المهارات المالية والمحاسبية المتقدمة: التحليل المالي وترشيد قرارات الاستثمار، سلسلة المناهج التدريبية المتكاملة من إعداد خبراء المركز تحت إشراف عبد الرحمن توفيق، الطبعة الثالثة، الجيزة، 2003/2002، ص: 02-03.

- الاهتمام بتكلفة رأس المال التي تتحملها المؤسسة مقابل احتفاظها بالهيكل المالي، وذلك من حيث ظهور العديد من النظريات التي تحكم تلك التكلفة مع تحويلها إلى مفهوم عملي من خلال استخدامها كمعدل للخصم ممثلا للحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار(معدل المردودية المطلوب) الواجب تحقيقه من استثمارات الشركة المختلفة؛
- الاهتمام بمجال تقييم الأوراق المالية لما لها من أثر واضح على قرارات تدبير الأموال واستثمارها (بالنسبة للمستثمر المالي)؛
- الاهتمام باستحداث أساليب جديدة للتحليل المالي وتعدد استخداماته العملية.

بالإضافة إلى جعل تعظيم قيمة المؤسسة كهدف يسعى إليه مسيروها وجعل جميع القرارات المالية تدور حولها على المستوى الأكاديمي والميداني(اتخاذ القرار).

1-2-2-2- القيمة في سياق تطور النظرية المالية- ظهور نظرية القيمة:

يفترض النموذج النيوكلاسيكي في النظرية الاقتصادية أن المؤسسة تهدف إلى تعظيم أرباحها الذي يخضع لقيد دالة الإنتاج، وقد استعملت النظرية المالية نماذج بنفس الشكل وذلك قصد استخراج قواعد توجيهية بما يسمح بمعرفة القرارات التي ينبغي اتخاذها لتعظيم دالة الهدف، لكن سرعان ما لاقى مفهوم الربح في النظرية النيوكلاسيكية انتقادات واسعة، مما جعل النظرية المالية تتخلى عنه، وتتخذ على إثر ذلك مفهوم تعظيم ثروة المساهمين المنتظرة (الرسملة البورصية على سبيل المثال كتعبير عن الثروة) كبديل له، وانطلاقا من ذلك تم تبني مفهوم القيمة من طرف النظرية المالية كهدف جوهري للمؤسسة[36]، ينبغي أن تسعى إلى تعظيمها وجعل مختلف القرارات المالية تصب في قالبها ولخدمتها.

لقد تعرض تعظيم الربح كهدف مالي تتمحور حوله القرارات المالية للمؤسسات إلى العديد من الانتقادات الموضوعية في النظرية المالية الحديثة، أهمها[37]:
- أن حساب قيمة الربح المحاسبي من خلال جمع القيم المطلقة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتولدة في سنوات قادمة (تقديرات)، يؤدي إلى نتائج غير منطقية لعدم مراعاة مفهوم القيمة الحالية وذلك بإهمال الفجوة الزمنية بين جانبي الحساب، وكذلك الأمر بالنسبة للإيرادات والمصروفات. وينطبق نفس الانتقاد عند قيام المستثمر المالي بشراء أوراق مالية كنوع من الاستثمار ليقارن بين القيمة المدفوعة في الورقة المالية الآن وبين مجموعة التوزيعات النقدية المحتملة على مدار سنوات الاستثمار المقبلة.
- إن تبني المؤسسة لتعظيم الربح المحاسبي كهدف مالي محوري لقراراتها المالية يجعلها أكثر احتمالا لإقرار مشروعات استثمارية ذات درجات عالية من الخطورة، وذلك بناء على العلاقة الطردية بين تعظيم الربح والمخاطر المرتبطة بتحقيقه.
- إن تعظيم الربح كهدف مالي يتصف بالغموض الشديد نظرا لارتباطه بأكثر من دلالة واحدة، فيمكن أن تكون دلالته موجهة نحو الربح الإجمالي أو الربح الصافي، أو الربح قبل الضرائب أو بعدها أو الربح في الأجل الطويل أو القصير.

أفرزت الانتقادات الموجهة للربح كهدف تسعى إليه المؤسسة ظهور تعظيم قيمة المؤسسة كبديل للهدف السابق. فالقيمة قبل أن تكون هدفا للمؤسسة كانت موضوع دراسة في النظرية المالية.

---

[36])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de la valeur de l'entreprise, Op.cit, P :05- 06.

[37])- مركز الخبرات المهنية للإدارة، مرجع سابق، ص: 04.

ويرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة الذي يعد أساس النظرية المالية إلى الاقتصادي J.B.Williams[38]، وذلك في سنة 1938، حيث بين بأن قيمة أي أصل (مادي أو مالي) تتحدد انطلاقا من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل. وتعود أصول هذه الفكرة، إلى أعمال الاقتصادي I.Fisher[39] الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية التي تعد ركيزة نظرية الاستثمار.

وما ينبغي الإشارة إليه، هو أن أحدا لم يسبق الاقتصادي J.B.Williams في تطوير المفهوم بشكله الكامل وخاصة عند تحديد القيمة المحورية (الحقيقية) Intrinsèque للسهم عن طريق ما يعرف بنموذج استحداث توزيعات الأرباح. والذي أدخلت عليه تحسينات من طرف M.J.Gordon et E.Shapiro (1956) حيث أصبحت قيمة السهم بمقتضاها تساوي مجموع توزيعات الأرباح المستحدثة مضافا إليها معدل نمو الأرباح.

ويمكن القول أن كلا من أعمال "فيشر" و"وليامس" و"قوردن" تعد أصول نظرية القيمة في إطار النظرية المالية، والتي ترتكز على[40]:

- في المقام الأول، نجد أن مفهوم القيمة يرتبط بالقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية المتوقعة مستحدثة بمعدل مردودية مطلوب. واستبدلت النظرية المالية في هذا المقام المفاهيم المحاسبية ممثلة في الأموال الخاصة، الديون والأصل الاقتصادي بقيمة السوق للأموال الخاصة، قيمة السوق للديون وقيمة السوق للمؤسسة.
- وفي المقام الثاني، وضعت الإصبع على التأثير الإيجابي لتوزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة.

ونجد أنه ابتداء من سنة 1958 -تاريخ ظهور مقال "مودجلياني وميلر" حول " تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة ونظرية الاستثمار" الذي يعتبر ثورة في مجال مالية المؤسسة-، بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام وبدقة علمية أكبر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة. حيث تم دراسة نوعين من القرارات المالية في تأثيرهما على قيمة المؤسسة –علاوة على قرارات الاستثمار-، والمتمثلين في الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح. والإشكال المطروح في هذا الإطار هو[41]:

- فيما يرتبط بالهيكل المالي؛ هو معرفة النسبة التي يمكن للمؤسسة أن تغير وفقها هيكلها المالي (التوليفة: أموال خاصة/ديون) ومدى تأثيرها المحتمل على تكلفة رأس المال ومن ثم تأثيرها على قيمة المؤسسة؛
- فيما يرتبط بسياسة توزيع الأرباح؛ هو البحث عن دور توزيعات الأرباح في تحديد قيمة السهم.

وما ينبغي أن نشير إليه، هو أن النظرية المالية تدرس –أيضا- كيفية تأثير قرارات الاستثمار على قيمة المؤسسة، والتي يظهر أثرها بشكل مباشر من القرارين السابقين. إذ كانت نظرية الاستثمار محل دراسة قديمة ومؤسسة للنظرية المالية، ذلك أنها كانت من المواضيع الرئيسية في النظرية المالية الكلاسيكية، كما أن قرار الاستثمار له تأثير مباشر على قيمة المؤسسة، بل أكثر من ذلك، نجد أن قرار اختيار الاستثمار يقوم على حساب قيمته. ونشير إلى أن عمل "مودجلياني وميلر" (1958) من خلال مقالهما المبدع أشار في عنوانه لنظرية الاستثمار، مما يفسر أهمية قرار الاستثمار، والتي كانت تمثل

[38])- J.B.Williams,The theory of investment value, Harvard University Press, 1938 ,in: G.Hirigoyen et J.Caby, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Op.cit, P:11.
[39])-I.Fisher, The theory of intrest, MacMillan, 1930, In: Idem.
[40])- Ibidem, P:12.(بتصرف)
[41])- Ibidem, P :13.

صاب دراسات النظرية المالية الكلاسيكية والحديثة معا، إلا أن هذه الأخيرة أضافت قرارات التمويل وتأثيرها على القيمة وتفاعل قرار الاستثمار والتمويل، ثم أضافت قرارا ماليا آخر يتمثل في سياسة توزيع الأرباح، وذلك في الدراسات التي تلت هذا المقال -والذي كان يمثل قاعدة لها-. وعليه فنظرية الاستثمار تبقى الموضوع المحوري القديم الجديد والمتجدد في النظرية المالية.

جعلت الانتقادات السالفة الذكر الموجهة للربح، الباحثين في مجال النظرية المالية الحديثة يصلون إلى أن هدف المؤسسة- الذي تستمد منه كل القرارات المالية - هو تعظيم قيمة المؤسسة، أو بمعنى آخر تعظيم ثروة الملاك، غير أنه للإشارة، نجد أن هذا الهدف لا يخرج عن كونه الهدف المنتقد وهو تعظيم الربح، ولكن بعد معالجة الانتقادات الثلاثة الموجهة إليه، وبمعنى أكثر تحديدا فإن تعظيم قيمة المؤسسة يعني الربح بعد معالجة المخاطر المرتبطة بالأرباح وإدخال القيمة الحالية في الاعتبار، بالإضافة إلى التحديد الدقيق لمدلولية الهدف المذكور بالشكل الذي يلغي صفة الغموض المرتبطة بتعظيم الربح، وبشكل أكثر تحديدا فإن تعظيم القيمة يعني تعظيم كل من صافي القيمة الحالية الموجبة وتعظيم معدل العائد الداخلي على الاستثمار[42].

ما يلاحظ على ربط القيمة بالقيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي (طرق اختيار الاستثمارات) إنما يرتبط بقرارات الاستثمار فقط، والتي هي جزء مطلوب لرفع القيمة، لأن رفع القيمة يمكن أن يتم أيضا من خلال قرارات التمويل عن طريق تخفيض تكلفة رأس المال، كما يمكن أن يتم من خلال سياسة توزيع الأرباح للشركات المسعرة من خلال إعطاء إشارات إيجابية للسوق حسب ما جاءت به النظرية المالية، وعليه، فجميع القرارات المالية يمكن عن طريق إدارتها الجيدة أن تسمح بتعظيم قيمة المؤسسة. ويمكن أن ينظر إلى تعظيم القيمة (القياس) -من الناحية العملية- من خلال ما يسمى بالقيمة الاقتصادية المضافة، حينما يتم حساب الفرق بين المردودية الاقتصادية للأموال المستثمرة وتكلفة تمويلها (تكلفة رأس المال).

من خلال ما تم استعراضه عن تطور النظرية المالية وسياق تطور نظرية القيمة ضمنها، يمكن القول بأن موضوع القيمة كان مطروحا بشدة، لكن كان ذلك مرتبطا بقيمة الأسهم والأصول - دون المؤسسة- عند بداية ظهور هذا المفهوم من منظور مالي (إسهام "وليامس")، والذي كان معتمدا في جميع دراسات الفكر المالي التقليدي. هذا الأخير الذي كان من بين ما يميزه ميله أكثر إلى دراسات مالية الأسواق؛ الأمر الذي يفسر البحث عن قيمة الأسهم من جهة، وطغيان نظرية الاستثمار بالنسبة لجانب المؤسسة من جهة أخرى- والتي تعود في الأصل إلى الفكر الاقتصادي المؤثر في الفكر المالي التقليدي بقوة- بما يفسر البحث عن قيمة الأصول (القيمة الحالية). كما يلاحظ أن هدف المؤسسة في هذه الحقبة من الفكر المالي هو تعظيم الربح -الذي مرجعه الفكر النيوكلاسيكي-، الأمر الذي لم يثر إشكالية البحث عن قيمة المؤسسة ولا حتى مفهومها.

انطلاقا من ظهور النظرية المالية الحديثة بإدخالها حالة عدم التأكد في الدراسات والنماذج المستعملة، ومع الثورة الجديدة في مالية المؤسسة من خلال المعالجة الجديدة والمبتكرة للقرارات المالية الكبرى (خاصة منها ما يرتبط بالهيكل المالي) من جهة، ومع محدودية وكثرة الانتقادات الموجه للربح كهدف للمؤسسة من جهة أخرى، اتخذت النظرية المالية الحديثة مفهوم تعظيم قيمة المؤسسة (ثروة الملاك) كهدف للمؤسسة، وعليه أصبح الاهتمام يرتكز على تأثير الهيكل المالي وقرارات الاستثمار وباقي القرارات المالية على قيمة المؤسسة. وعليه، يمكن القول أن نظرية قيمة المؤسسة ظهرت كما هي عليه الآن مع ظهور النظرية المالية الحديثة، وبالتحديد مع بداية دراسات

[42])- مركز الخبرات المهنية للإدارة، مرجع سابق، ص: 05.

"مودجلياني وميلر" في سنة 1958، أما مفهوم القيمة في المالية التي تمثل إطارا لقيمة المؤسسة من خلال المفهوم والقياس، فقد ظهر مع أعمال "وليامس" سنة 1938.

بعد استعراض القيمة في الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي يتضح أن الفكر المحاسبي عند دراسته للقيمة، خاصة فيما يرتبط بجوانب القياس، قد تأثر بنظريات الفكر الاقتصادي في هذا المجال، والأمر كذلك بالنسبة للطرق المحاسبية لتقييم المؤسسات التي هي الأخرى كانت وليدة الفكر المحاسبي. وعليه، يعتبر الفكر الاقتصادي الإطار المرجعي للفكر المحاسبي فيما يرتبط بقياس قيمة السلعة وتقييم المؤسسات. يضاف إلى ذلك ما يمثله الفكر الاقتصادي في كونه مرجعا وإطارا فكريا للفكر المالي من خلال إسهام النظرية النيوكلاسيكية في بناء النظرية المالية، ومن ثم لنظرية قيمة المؤسسة، وما يرتبط بها من طرق التقييم المالية وعلاقاتها بالقرارات المالية. الأمر الذي يجعلنا نستنتج أن الفكر الاقتصادي هو الإطار النظري لطرق التقييم المحاسبية والمالية للمؤسسة (تقييم المؤسسة).

المبحث الثاني: مفاهيم عن قيمة وتقييم المؤسسة

تظهر القيمة –خاصة بالنسبة للمؤسسة- في شكل رقم معبر عنه بوحدات نقدية (مبلغ مالي)، لا يكاد يعطي أي دلالة للوهلة الأولى، إلا أنه عند تتبع مسار تشكله، نجده يختزل في ثناياه معلومات تفيد المتخصص -إذا ما سارت عملية التقييم بمنهجية سليمة ووفقا للأهداف المرجوة منها-. ويصبح ذلك المبلغ حصيلة نظام معلومات ينطلق من جمع البيانات لتتم معالجتها ثم الحصول عليه (المبلغ)، ليتم بعد ذلك تحليله وترجمته، ومن ثمة معرفة وضعية ذلك الشيء المقيم (سلعة، خدمة، مؤسسة أو سهما) والإجراء الواجب اتخاذه على ضوء ذلك. وعلى هذا الأساس، يتبين بأن لكل سلعة ومؤسسة اقتصادية قيمة معينة مختلفة في الزمان وحسب الوضعية وحتى في نظر الأطراف المهتمة بالمؤسسة. ومادام أن هذه القيمة موجودة، كان لزاما إثباتها من خلال توفر آلية لقياسها تتمثل في تقييم المؤسسة. انطلاقا من ذلك، ولكي نقوم بدراسة وتحليل الموضوع على أحسن وجه، لابد من الوقوف على بعض المفاهيم المرتبطة بالقيمة وتقييم المؤسسة.

2-1- مبادئ نظرية التقييم:

لاحظنا إسهام النظرية المالية في ظهور نظرية خاصة بقيمة المؤسسة، حيث تعد هذه النظرية من بين أهم النظريات المدروسة في النظرية المالية، نتيجة ارتباطها الكبير بمختلف النظريات الأخرى، إذ لا تكاد تخلو نظرية مالية من إدخال مفهوم قيمة المؤسسة، بل نجد أكثر من ذلك، حيث أن الهدف الذي تقوم عليه النظرية المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة، سواء كان الهدف تعظيم القيمة لفائدة المساهمين(تعظيم ثروة الملاك) أو الهدف المعاصر المتمثل في تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة لجميع الأطراف. تدرس نظرية الهيكل المالي انطلاقا من تفاعلها مع نظرية القيمة من خلال دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، والحال كذلك بالنسبة لتوزيع الأرباح، كما نجد أن نظرية كفاءة السوق المالي، نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، نظرية عدم تماثل المعلومات،...الخ، هي الأخرى مرتبطة بالقيمة من خلال معرفة مدى تأثيرها عليها أو إسهامها في نظريات أخرى تعتبر القيمة أساسا لها.

وعموما، فهناك ارتباط بين مختلف النظريات المالية ونظرية قيمة المؤسسة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وقد يقل أو يزيد حجم الارتباط بين نظرية وأخرى، إلا أن الثابت هو أن نظرية قيمة المؤسسة تمثل محور النظرية المالية الحديثة[43].

---

[43])- لمزيد من الاطلاع على أهم النظريات المالية الحديثة، أنظر على سبيل المثال:
- M.Albouy et autres, Op.cit.

قد تظهر أهمية تحديد قيمة المؤسسة، من كون أن جزءا مما تحاول نظرية قيمة المؤسسة الخوض فيه (تغطيه) هو البحث عن أدوات قياس قيمة المؤسسة، لأن نظرية قيمة المؤسسة يمكن أن نعرفها على أنها "مجموع الإسهامات العلمية النظرية والميدانية حول تحديد مفهوم القيمة، دراسة تأثير مختلف القرارات المالية (خاصة منها الاستثمارية، الهيكل المالي وتوزيع الأرباح) وانعكاس بعض الأحداث التي تجيب عنها بعض النظريات كنظرية الهيكل المالي على مستوى القيمة (انخفاض، ارتفاع، حياد) وأخيرا أدوات قياس تلك القيمة (طرق التقييم)" .

هذه الأخيرة التي كان الأصل فيها محاسبيا -أي يرجع إلى الفكر المحاسبي-، إلا أنه مع تطور النظرية المالية أصبحت لديها أدوات خاصة بها. فمختلف أدوات قياس قيمة (تقييم) المؤسسة، ومن ثم مكوناتها كانت محل نظرية تحاول دراستها تدعى بنظرية تقييم المؤسسة، إذ تقع هذه النظرية بين النظرية المحاسبية والنظرية المالية، إلا أنها مع تطورها تميل أكثر إلى هذه الأخيرة. ولعل أهم فاصل بين النظريتين في هذا المجال يكمن في أن الطرق المعتمدة على منظور الذمة المالية وحتى المرتكزة على العائد تجد أصولها في الفكر المحاسبي، بينما الطرق المعتمدة على مقاربات العائد (التدفقات) وبعض الطرق الحديثة كالخيارات الحقيقية تجد أصولها أو تطورها في النظرية المالية.

وعلى غرار باقي النظريات، نجد أن نظرية تقييم المؤسسة تقوم على مجموعة مبادئ ذات أصول اقتصادية تؤثر على تقدير القيمة، تتمثل فيما يلي:[44]

2-1-1- مبدأ وجود بدائل:

يقضي هذا المبدأ، أنه عند الإقدام على نقل الملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة. ولا يعني هذا المبدأ أن كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكنه يعني ببساطة أن البائع ليس مجبرا على البيع لمشتر معين وأن المشتري ليس مجبرا على الشراء من بائع بعينه. فإذا لم يكن هذا الوضع فإن آلية السوق سوف تتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة. ويفترض تقدير القيمة العادي أو الطبيعي استيفاء مبدأ البدائل.

2-1-2- مبدأ الاستبدال:

يقضي هذا المبدأ، بأن المشتري الرشيد لا يدفع في أصل معين ما يزيد على تكلفة استبداله بآخر له نفس الوظائف. فعلى سبيل المثال لتوضيح هذا المبدأ، فإن قيمة الأجهزة والمعدات المستعملة، يفترض أن المشتري الرشيد لا يدفع مقابلها أكثر مما يمكن أن يدفعه مقابل أجهزة ومعدات جديدة تؤدي نفس الوظائف، ذلك لأنه على الأقل يوجد معامل القدم الذي ينبغي أن يطبق على الأصول المستعملة. ولكن تطبيق هذا المبدأ على الشركة ككل يواجه صعوبة كبيرة، ذلك أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال مؤسسة بأخرى أمر بالغ التعقيد. ينتج أساسا على تميز بعض أصول المؤسسات عن بعضها البعض، مما يصعب إيجاد أصول في السوق تتميز بنفس الخصائص، كبعض المجمعات الصناعية المركبة التي تختص بمؤسسة دون أخرى (من حيث القدرة الإنتاجية، الجوانب التقنية الأخرى....الخ)، الأمر الذي ينتج عنه صعوبة في إعادة تكوين التكاليف الواجب إنفاقها للحصول على الأصل محل التقييم . ونجد أن مدخل التكلفة إلى تقدير القيمة؛ القيمة الجديدة وقيمة الاستعمال (أحد مقاربات الذمة المالية)[•] يقوم على مبدأ الاستبدال.

---

[44])- طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص ص:18-20(بتصرف).

[•])- يعتمد الباحث كثيرا على التصنيف الفرنكفوني، لذا فعند استعمال المراجع الأنجلوفونية أو ذات التوجه الأنجلوفوني، فللأمانة العلمية سيحتفظ بالتصنيف مع إعطاء ما يرادفه من التصنيف والمصطلح الفرنكفوني. ويحاول=

2-1-3- مبدأ الإحلال:

يعد مبدأ الإحلال مفهوما هاما للغاية بالنسبة للتقييم. فهو يقضي بأن قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة متساوية. فعلى سبيل المثال، إذا كانت هناك مجموعة من المستثمرين تدرس إمكانية شراء مؤسسة ما، فباعتبارهم مستثمرين فطنين فإنهم لن يكتفو بدراسة المؤسسة المستهدفة فقط ، بل أيضا السعر المدفوع في مؤسسات مماثلة (أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة مساوية). ويتضح من الوهلة الأولى أن هذا المبدأ لا يختلف عن المبدأ السابق، وذلك لاستعمالهما السوق كمرجع في التقييم، ويكمن الفرق بينهما في أن المبدأ السابق يعتمد على السوق في إعادة تكوين الأصل من خلال معرفة التكاليف الواجب إنفاقها، أما هذا المبدأ فإنه يعتمد على السوق في معرفة القيمة أو السعر المدفوع في أصول أو مؤسسات لها نفس الخصائص. ويمثل هذا المبدأ الأساس النظري لمدخل السوق إلى تقدير القيمة (قيمة السوق) (أحد مقاربات الذمة المالية).

2-1-4- مبدأ المنافع المستقبلية:

يقضي هذا المبدأ –الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عمليات الاندماج والاستحواذ- بأن قيمة الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاكه أو السيطرة عليه. ومن هذا المنظور فإن قيمة المؤسسة تتحدد عن طريق القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتأتية من تملك المؤسسة. ومن الناحية النظرية وفق هذا المبدأ، لا يكون لما حققته المؤسسة في الماضي أي علاقة بالقيمة. إلا أنه من الناحية العملية فإنه لا يمكن إغفال الأداء السابق الذي يكون عادة مؤشرا جيدا للأداء في المستقبل (الماضي امتداد للمستقبل) ما لم تكن هناك أحداث خارجية غير عادية قد شوهت الاتجاهات الماضية.

إن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية أمر معقد جدا، ويتطلب عمل افتراضات(سيناريوهات) عديدة بشأن التنبؤ بمستقبل المؤسسة. ومع ذلك فإن القيمة الصافية الحالية للمنافع الاقتصادية المستقبلية تكون غالبا أفضل مقياس للقيمة خاصة بالنسبة للمشترين (عملية استثمار). ويشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس مدخل الدخل إلى تقدير القيمة (التدفق النقدي، المردودية والعائد) (مقاربة التدفقات).

ما يمكن ملاحظته على هذه المبادئ هو ما يلي:

- يمثل المبدأ الأول مبدأ عاما، وهو يقتضي حالة المنافسة التي تميز السوق، إذ ينبغي للبائع أن يجد مجموعة من المشترين والعكس صحيح، إلا أن تطبيق هذا المبدأ على أرض الواقع يعتبر أمرا صعبا بالنسبة لتنظيم معقد كالمؤسسات، إذ يصعب توفر هذه الخاصية بالمقارنة مع سلعة معينة على سبيل المثال. كما نجد أنه يمكن للبائع إيجاد بدائل من المشترين، غير أن العكس صعب لأن المؤسسات مختلفة (حتى وإن كانت من نفس القطاع)، كما أن أهداف الشراء تختلف، فقد تمثل مؤسسة بعينها بالنسبة للمشتري جانبا استراتيجيا(أي أنه بصدد قيمة استراتيجية) مما يجعله مستعدا لدفع قيمة أكبر من السوق-أي عن باقي المنافسين-، ومن ثم فإن خاصية وجود بدائل لا تتوفر لهذا المشتري، أو تكون غير كافية، بينما لا يهم البائع (باستثناء الدولة المالكة) من يبيع، فقراره عبارة عن تنازل عن استثمار، وما يهمه -بعد هذا القرار- هو من يدفع له أكثر.
- ارتبط المبدأ الثاني والثالث بمقاربة الذمة المالية، ومن ثم فإطارهما المرجعي هو الفكر المحاسبي.
- ارتباط المبدأ الرابع بمقاربة التدفقات، التي تجد بعض الطرق منها أصولها في الفكر المحاسبي، إلا أن المقاربة بشكل عام تجد أصولها العلمية وتطورها في الفكر المالي، إذ أن الطرق التي جاء بها

=الباحث تعميم هذه الملاحظة على كافة العمل بقدر ما استطاع لضمان وحدة وتنسيق العمل، فكما نعلم فإن هناك فروقات في المصطلحات والتصانيف وحتى أحيانا في منهجية وأسلوب العمل بين التيار الأنجلوفوني والتيار الفرنكفوني، على غرار ما هو موجود في التحليل والتسيير المالي على سبيل المثال.

الفكر المحاسبي أصبح لها امتداد وتطور في الفكر المالي، علاوة على طرق أخرى حديثة نتجت في الفكر المالي كالخيارات الحقيقية.

- تمثل هذه المبادئ إطارا يستمد منه الطريقة أو المنظور المناسب لتقييم المؤسسة حسب الظروف (الهدف من التقييم، طبيعة المؤسسة،.....)، فعند تقييم المؤسسة -المبني على قواعد علمية صحيحة- لابد للخبير المقيم أن يستند إلى مبدأ على الأقل من هذه المبادئ، خاصة بين المبادئ الثلاثة الأخيرة، والمتميزة بجانبها التقني من حيث أنها تمثل كل منها قاعدة لمنظور أو طريقة تقييم معينة.

2-2- القيمة والسعر:

تعتبر القيمة والسعر مفهومين متلازمين ومهمين في الحياة الاقتصادية، إلا أنهما يختلفان بعض الشيء، وهذا ما نجده في إشارات معظم المفكرين في الفكر الاقتصادي كما في الفكر المحاسبي. ولقد ارتبط المفهومان في الفكر الاقتصادي بالسلعة، كما نجد ذلك أيضا في الفكر المحاسبي الذي يبحث عن قياس الأصول(المحاسبة العامة) بالإضافة إلى تقييم المؤسسة. إن هذا الاختلاف بين المفهومين نجده أيضا في مجال تقييم المؤسسات سواء في الجانب الميداني أو الجانب النظري (المحاسبي والمالي)، باعتبار أن المؤسسة ومكوناتها (أصول، أسهم) هي الأخرى عبارة عن سلعة اقتصادية، لها قيمة وسعر. لذلك كان لزاما علينا أن نبين الفرق بين المفهومين فيما يرتبط بالمؤسسة.

2-2-1- القيمة:

تعد القيمة بالنسبة للمؤسسة شيئا مجردا، يعكف على قياسها خبير متخصص باستعمال طرق معينة ومختلفة، لذا نجدها تحمل نوعا من الذاتية تبرز جليا عندما يقدم أكثر من خبير على قياسها ويخلصو إلى قيم متباينة لنفس المؤسسة، في نفس الظرف والزمان. إن هذا التعدد في القيمة ليس حالة مرضية(سيئة)، بل هي حالة طبيعية ناتجة عن أمرين على الأقل هما:

- تنوع مناظير وطرائق قياس القيمة، الأمر الذي يتيح للخبير عدة بدائل؛
- الغرض من وراء عملية التقييم، ففي عملية التنازل على سبيل المثال نجد طرفين (البائع والمشتري) لكل واحد منهما زاوية نظر مختلفة تفضي إلى قيمة مختلفة في أغلب الأحيان.

إلا أنه في هذا السياق، على الخبير المقيم الاجتهاد في الوصول إلى القيمة العادلة-الحقيقية- للمؤسسة التي ترضي مختلف الأطراف المعنية بها(المشتري، البائع، المستثمرين الحاليين والمتوقعين، المسيرين) عند كل مرحلة من طلبها. لذا فعليه أن يراعي عند محاولة تحديد مفهوم قيمة المؤسسة ضرورة توافر مجموعة من الجوانب هي:[45]

1. ضرورة أن يعكس المفهوم المستخدم للتعبير عن قيمة المؤسسة المبلغ المعادل لها ككل وذلك في ضوء توافر مفهوم الاستمرارية، حيث يجب ألا يقتصر تحديد هذه القيمة على مجموع أصول المؤسسة فحسب (وإن كان في ظروف معينة هو المهم)، بل يجب أن يشتمل ذلك أيضا على بيئة المؤسسة الداخلية المتمثلة في التنظيم القائم، وما يشتمل عليه من علاقات مختلفة بين الأفراد الذين يديرونه ويعملون فيه، إلى جانب العلاقات المتبادلة بين المؤسسة المراد القيام بتقييمها وبين كافة الأطراف المتعامل معها كمورديها وعملائها وإدارة الضرائب والمجتمع بصفة عامة.
2. ضرورة أن يتم التعبير عن قيمة المؤسسة في صورة مبلغ نقدي، وذلك بصرف النظر عن طريقة سداد تلك القيمة نظرا لاتخاذ وحدة النقد كمقياس عام ومقبول للقيم.

[45])- إبراهيم الدسوقي محمد عبد النعم، مرجع سابق، ص: 12.(بتصرف)

3. ضرورة أن يتم تحديد المبلغ النقدي الذي يمثل قيمة المؤسسة بصورة عادلة ومقبولة من كافة أطراف التعامل، عند كل مرحلة من طلبه ووفق الظرف والغرض من عملية التقييم.
4. ضرورة أن يتم الاجتهاد في تحديد المبلغ النقدي الذي يمثل قيمة المؤسسة في ضوء المداخيل السنوية المتوقع الحصول عليها في المستقبل (كأحسن أسلوب، إذا توفر مناخ ذلك) وذلك كنتيجة لقيام تلك المؤسسة باستغلال كافة الموارد المتاحة لديها وفي ضوء تنظيمها القائم فعلا، وما يشتمل عليه من علاقات مختلفة، مترابطة ومتداخلة، ذلك لأن هذا الأسلوب يدخل في إطار نظرية الاستثمار، باعتبار أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال ما تقدمه من تدفقات في المستقبل، والتي يتم استحداثها .

مما سبق نخلص إلى أن قيمة المؤسسة –من منظور مالي- تتمثل في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها(الهدف من وراء التقييم)، والذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط.

من خلال هذا المفهوم يمكن الإشارة إلى النقاط التالية:
- ينطبق هذا المفهوم للقيمة على قيمة أسهم المؤسسة أيضا.
- إن هذا المفهوم لقيمة المؤسسة، إنما ينطلق من منظور مالي (طرق التقييم المالية)، وهو الأقرب والموافق لعملية الاستثمار. كما أن بعض الطرق المندرجة في منظور الذمة المالية (الطرق المحاسبية) تعتمد أيضا على هذا المفهوم للقيمة (الاستمرار) كطريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال، عكس المنظور الذي يرى لقيمة المؤسسة على أنها مجموعة من قيمة أصول متفرقة ولا وجود لارتباط بينها (منظور محاسبي يستند للتصفية).
- نعني بالخبير المتخصص هو ذلك الشخص المعنوي أو الطبيعي الذي يلجأ إليه من طرف المهتمين بقياس القيمة، والذي يستعمل منهجية في التقييم أو ما يسمى بمخطط العمل من خلال مراحل عملية التقييم (الهدف من التقييم، جمع المعلومات،...، عملية التشخيص، قياس القيمة)[46] حيث يشترط فيه أن يكون حاصلا على تكوين عال في مجال المحاسبة أو مالية المؤسسة وقد يتم في بعض الحالات الاستعانة بخبراء عقاريين وخبراء تقنيين، وتتم عمليات التقييم في الغالب من خلال فريق عمل.
- يوجد عدة طالبين لقياس القيمة سواء للمؤسسة ككل أو لأسهمها، يتحددون عند كل مرحلة(إجراء) معينة، -بحيث قد تكون القيمة متباينة بين إجراء وآخر لتباين الأهداف- تستدعي تدخل خبير للوصول إلى مبلغ يتمثل في القيمة العادلة ويحظى بقبول عند كل إجراء للطالبين، فعلى سبيل المثال عند إجراء التنازل هناك طرفين (البائع والمشتري) على الخبير تقريب الرؤى بينهما من خلال قيمة عادلة مقبولة لكليهما أو مجال للقيم الذي يسمح بحصر منطقة التفاوض التي يتحدد ضمنها السعر. فعملية التقييم يراد منها -في الغالب- تحديد منطقة التفاوض بين البائع والمشتري[47].
- نقصد بالتنظيم القائم هو إمكانيات المؤسسة الحالية، فعند التقييم نحاول معرفة قدرة المؤسسة بتنظيمها الحالي على تحقيق أرباح مستقبلية (تهم كل الأطراف المعنية بها) مع استبعاد كل الأرباح التي قد تنتج عند إدخال تعديلات مستقبلية في التنظيم.

[46])- للمزيد من الإطلاع والتفصيل أكثر حول ذلك، أنظر إلى:
- هواري سويسي، مرجع سابق، الفصل الثاني والثالث.
- الفصل الثاني من هذه الأطروحة.

[47])- P.Louart, Evaluation, In Encyclopédie de gestion et de management, Sous la direction de la DUFF, Dalloz, Paris, 1999, P : 381.

- نقصد بمفهوم الاستمرارية في النشاط، أن المؤسسة عند تاريخ التقييم تقيم على أساس أنها آلة إنتاجية نشطة وقابلة للنشاط مستقبلا بعكس منظور التصفية الذي يرى المؤسسة على أنها مجموعة من الأصول المنفصلة.
- يستثنى من هذا التعريف المؤسسات التي تعرضت للإفلاس، ومن ثم فهي تخضع لمنظور التصفية، أي تقييم الأصول بقيمة الكسر، وعموما بالقيمة السوقية.

2-2-2- السعر:

يمثل السعر المبلغ المدفوع نهائيا بعد إبرام الصفقة[48] الناتج عن التفاوض بين البائع والمشتري. هذا التفاوض الذي هو عبارة عن فن تختلط من خلاله العقلانية وعدم العقلانية.[49]

إذا فمادامت القيمة تنتج عن تحليل خبير معين فهي مجرد رأي فني Opinion، أما السعر المعبر عن المبلغ المدفوع نهائيا عند إبرام الصفقة فهو يمثل الحدث Un fait الواقع. كما أن القيمة هي حقيقة غير موضوعية (ذاتية)، أما السعر فهو حقيقة نقدية ملموسة وموضوعية، حيث أن القيمة لا تتحول إلى سعر إلا بعملية التبادل Transaction.[50]

مما سبق، يظهر الاختلاف بين القيمة والسعر في مجال تقييم المؤسسات على غرار مجالات أخرى، لذا يمكن القول بأن القيمة الناتجة عن تحليل الخبير تعتبر نظاما للمعلومات ومرجعا، من بين ما يتم على أساسه التفاوض المفضي للسعر المدفوع نهائيا في الصفقة (التنازل عن المؤسسة)، إضافة إلى إجراءات أخرى لطالبين آخرين لقياس القيمة.

2-3- أنواع القيم المختلفة:

من الشائع في اقتصاد السوق هو أن تحديد قيمة سلعة معينة يتم بتفاعل قوى العرض والطلب، إلا أنه في بعض الأحيان يتعذر تطبيق آليات السوق لسبب أو لآخر، لنجد أنفسنا مجبرين على إعطاء قيمة نظرية لتلك السلعة (الأصل). لذا قد وجدت عدة نماذج لقياس القيمة تحددها ظروف ودوافع معينة حسب كل حالة، ونشير إلى أن هذه النماذج تفيد في مجال تقييم الأصول[*] وبالأخص المادية منها، والتي يمكن إدراجها على النحو الآتي:[51]

2-3-1- قيمة التصفية Valeur de liquidation :

إن القيمة تحت التصفية ليست نوعا منفصلا من القيمة قائما بذاته، ولكن تمثل ظرفا يتم التقييم في ظله. وتنتج هذه القيمة عند التصفية الجبرية أو الإلزامية لأصول المؤسسة لسبب أو لآخر، وتواجه قيمة الأصول في هذه الحالة خطر التقييم بسعر بخس (متدن جدا)، وتحسب قيمة التصفية انطلاقا من المبلغ الصافي المحصل عليه من سعر البيع منقوصا منه جميع تكاليف وعمولات عملية التصفية. ويمكن أن نميز في هذا النموذج بين متغيرين وهما:

---

[48])- J.Brilman et C.Maire, Manuel d’évaluation des entreprises, Les éditions d’organisation, Paris, 1993, P : 19.

[49])- Y.Boukhalifa, Evaluation d’une entreprise, In revue algérienne de comptabilité et audit, N°15, éditée par SNC, Alger, 3eme trimestre 1997, P : 45.

[50])- F.Pierre et E.Besançon, Valorisation d’entreprise et théorie financière, Edition d’organisation, Paris, 2004, P : 63.

[*])- نقصد بتقييم الأصول هو تقييم المؤسسة بمفهوم محاسبي، وتصلح هذه النماذج بالأخص للتقييم المرتكز على الذمة المالية.

[51])- A.Choinel, Introduction à l’ingénierie financière, La revue banque, Paris, 1991, P :125-126.

- طارق حماد عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص ص:06-14.

2-3-1-1- متغير تشاؤمي Variante pessimiste :

وتسمى أيضا بالتصفية الإجبارية، حيث نكون في هذه الحالة بصدد ما يسمى بقيمة النفاية La valeur de la casse ، والتي ترتبط أساسا بسعر بيع الأصول المعتبرة خارج الاستغلال، وما يميز هذه العملية هو العرض الفوري لبيع أصول المؤسسة في السوق، كما يميزها ارتفاع تكاليفها (تسريح العمال ....) الناجم عن توقف نشاط المؤسسة. وتعتبر هذه القيمة الشكل الموسع لقيمة التصفية.

2-3-1-2- متغير تفاؤلي Variante optimiste :

وتسمى أيضا بالتصفية المنظمة، كون أنه يتاح وقت معقول لإيجاد مشترين، وتكون المؤسسة في هذه الحالة بصدد تصفية متزايدة، إذ أن نشاطها ووسائلها يخفضان بشكل تدريجي، حيث يتم التنازل عن الأصول كل على حدة وبسعر تفاوضي بالمقارنة بالوضعية السابقة.

2-3-2- القيمة المصفاة Valeur liquidative :

تلجأ المؤسسة التي تتخبط وتعاني من صعوبات في الأداء (تحقيق خسائر مستمرة) لتصفية بعض أصولها كقرار وحل ليتسنى لها متابعة النشاط على الأقل لفترة معينة. وعليه، يمكن تعريف هذه القيمة بالنسبة لهذه الوضعية التي تمر بها المؤسسة بأنها قيمة منخفضة (متدنية) بأقل قسوة، فهي بمثابة القيمة الناتجة عن بيع الأصول والحقوق بمفهوم تصفية متزايدة Liquidation progressive، والفرق بين هذه القيمة وما سبقها يكمن في وضعية المؤسسة، حيث في الأولى تبقى محافظة عن وجودها وأن القيمة المصاحبة لها ناجمة عن قرار من إدارتها بالتنازل عن بعض الأصول، أما بالنسبة للأخرى فالمؤسسة يتم حلها لظروف معينة مثل الإفلاس، لذلك تكون القيمة ناجمة عن إجراء قسري خارج عن إرادة إدارة المؤسسة.

2-3-3- قيمة الاستعمال Valeur d'usage :

يعد هذا المنظور للقيمة الأكثر تكرارا وتطبيقا ليس لسهولته، وإنما لما يحمله من قيم مشتقة منه تتمثل فيما يلي:

2-3-3-1- قيمة السوق Valeur vénale:

تتمثل في سعر البيع لسلعة(أصل) أو مؤسسة في السوق طبقا لقانون العرض والطلب، وذلك من خلال معرفة سعر بيع مؤسسات لها نفس الخصائص في نفس الفترة، وذلك في ظروف عادية على عكس قيمة التصفية. ويفترض هذا النموذج للقيمة أن المشتري يكون أمام حالة تصفية للمؤسسة في شكل أصول منفصلة في ظروف عادية*، إذ تمثل هذه الوضعية الحالة النادرة لأن حوافز المشتري هي شراء المؤسسة على أساس استمرار نشاطها52. ويمكن أن نعرفها بأنها السعر الذي يمكن أن يحصل عليه البائع (أو يدفعه المشتري) في سوق نشط53.

*- تنتج قيمة التصفية المشار إليها سابقا عن وضعية إلزامية ناتجة عن إفلاس مثلا،...، أما القصد من التصفية في حالة قيمة السوق هو بيع أصول المؤسسة بشكل منفصل (قطعة بقطعة) دون تقييمها في إطار تنظيم قائم مستمر في النشاط.

[52])- G.Hirigoyen et J.Caby, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Op.cit, P :09

[53])- J-F.Casta, Op.cit, P :01.

2-3-3-2- القيمة الجديدة Valeur à neuf :

يرتبط هذا النموذج بمعرفة جميع التكاليف الضرورية الواجب إنفاقها لحيازة أو تكوين أصل جديد ذي منفعة مساوية وموازية للأصل محل التقييم. وتستخدم هذه القيمة غالبا في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلا مباشرا مثل الأثاث والمعدات والتجهيزات.

2-3-3-3- قيمة الحيازة Valeur d'acquisition:

وتسمى أيضا بالقيمة الدفترية، وتمثل هذه القيمة تكلفة الحيازة لاستثمار معين، حيث يتسنى من خلالها إدخاله في ملكية المؤسسة، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية، والتي هي محل انتقاد لكونها لا تعكس في غالب الأحيان الواقع للاعتبارات الآتية:

- أثناء فترة التضخم؛
- بقاء الأصل لفترة طويلة في حوزة المؤسسة.

ولحساب القيمة الدفترية لأصل معين نطرح قيمة الاهتلاكات المتراكمة من التكلفة التاريخية لذلك الأصل. وعند محاولة حساب قيمة المؤسسة وفق هذا النموذج نقوم بجمع مختلف القيم الدفترية لكل الأصول منقوصا منها القيمة الدفترية للخصوم المستحقة، والتي يطلق عليها في المحاسبة بالأصل الصافي المحاسبي. إلا أن استخدام هذا المفهوم في القيمة من الأمور المضللة كثيرا ، كونه لا يتعدى أن يكون مفهوما محاسبيا وضريبيا فقط، وعليه فهو يبتعد في أن يكون مفهوما تقويميا أو اقتصاديا54، بمعنى أنه لا يصلح في عمليات تقييم المؤسسات.

2-3-3-4- قيمة الاستغلال Valeur d'utilisation :

ترتبط قيمة الاستغلال بالأصول ذات الاستعمال الإنتاجي، حيث يتم حساب هذه القيمة برصد جميع التكاليف الضرورية الواجب دفعها لحيازة وتوظيف سلعة استثمارية، لها نفس النوعية والأداء والخصائص (القدرة الإنتاجية بالنسبة للآلات، الشكل المعماري بالنسبة للبنايات ....) للاستثمار المعني بالتقييم. وعليه، تمثل هذه القيمة، قيمة أصل معين داخل مسار (سياق) عملية الاستغلال، بمعنى قيمة السوق بتكلفة الاستبدال Une valeur de marché au coût de remplacement 55. ويتميز هذا النموذج عن القيمة الجديدة Valeur à neuf في أنه يدقق في التفاصيل وفي الجانب التقني للاستثمار المعني، بالإضافة لتقييمه للأصل في إطار عمل الآلة الإنتاجية (عملية الاستغلال)، أي كجزء منها.

2-3-4- قيمة التأمين Valeur d'assurance :

عموما، يتم حساب وتحديد هذه القيمة عن طريق تقرير خبير التأمين في إطار التعاقد بين مؤسسة التأمين والزبون لتغطية مخطر أو مخاطر مرتبطة بأصل معين.

2-3-5- القيمة السوقية العادلة: Juste valeur

وتعرف أيضا بالقيمة السوقية أو القيمة النقدية أو القيمة العادلة. وتعرفها "هيئة الإيرادات الداخلية الأمريكية IRS ، مارس 1959" وبعدها هيئات التوحيد المحاسبي الأمريكية FASB والدولية AISB، وكذا لجنة معايير التقييم الدولية IVSC* على أنها** " المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل

[54]- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:11.

[55])- G.Hirigoyen et J.Caby, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Op.cit, P :09.

(*)- International valuation standards Committee IVSC : عرفت القيمة السوقية العادلة في المعيار الثالث الخاص بتقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية والحسابات المرتبطة بها، على النحو الآتي: « The estimated amount for which an asset should exchange on the date of valuation between a willing buyer and willing seller in an arms length transaction after proper marketing wherrin the parties had each knowledgeably, prudently, and without=

النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتر راغب ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة، ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه".

وما ينبغي ذكره، هو أن المشتري الراغب والبائع الراغب المذكورين في التعريف لا يقصد بهما بائع أو مشتر بعينه، وبالتالي فإذا كان السعر المدفوع مقابل أصل معين يعكس عوامل شاذة أو غير قياسية بالنسبة للمشتري الراغب الأكثر احتمالا أو البائع الراغب الأكثر احتمالا، فإن ذلك السعر يعكس شيئا آخر سوى القيمة السوقية العادلة[56]. ويعتبر هذا المفهوم للقيمة أكثر شمولية وذا استعمال أوسع من مفهوم قيمة السوق Valeur de marché (الذي يعبر عن السعر الذي يمكن أن يحصل عليه البائع (أو يمكن أن يدفعه المشتري) ... في سوق نشطMarché actif) [57].

إضافة لما سبق، تستعمل القيمة السوقية العادلة الفكرة التي تقوم عليها القيمة الاستثمارية عند التطبيق –من الناحية التقنية- بالنسبة لتقييم الأصول غير المسعرة من طرف لجنة المعايير المحاسبية الدولية، من خلال حساب القيمة الحالية عن طريق استحداث التدفقات النقدية المقدرة، وبالتالي فهي أشمل من قيمة الاستثمار على الأقل من الناحية التقنية. إلا أن ما سبق يبقى مرتبطا بالجانب التقني- طريقة الحساب- دون أن يتعدى المفهوم، ذلك أن قيمة الاستثمار في مفهومها ترتبط بقيمة الاستثمار لأصل معين من وجهة نظر مشتر معين قد تختلف مع مشتر أو مشترين آخرين. وقد نجد أن السعر النهائي المدفوع في ظل سوق تنافسي يعكس القيمة السوقية العادلة مضاف لها جزء من فرصة خلق القيمة التي يعتقد المشتري أنه يستطيع تحقيقها[58]، والتي قد تدخل في إطار قيمة إستراتيجية مرتبطة بالمشتري بعينه من وراء شرائه لهذا الأصل (المؤسسة).

2-3-6- القيمة الاستثمارية:

هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية المتأتية من حيازة أصل معين لمشتري ما (المستثمر). وعليه، فقيمة الأصل تكون محددة بالنسبة لمشتر محدد، فقد تختلف هذه القيمة لنفس الأصل من مشتر محتمل لآخر. ويعود السبب في ذلك لدوافع يرتكز عليها هذا المشتري أو ذاك، وفي هذا الإطار، يمكن أن نسرد بعض العوامل المؤدية لذلك:

- إمكانية خلق القيمة المحتملة؛
- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة؛
- الوضع الضريبي للمشتري.... الخ.

فهذه العوامل وأخرى من شأنها التأثير على بناء تقديرات حول التدفقات المستقبلية للمؤسسة لمشتر معين، ومن ثم تقدير قيمة هذا الأصل أو المؤسسة عموما.

ترتبط كل من القيمة السوقية العادلة والقيمة الاستثمارية ولكنهما نادرا ما يتساويان، إلا إذا تطابقت افتراضات وأوضاع كل المستثمرين المحتملين، ومادام أن هذا الوضع بعيد الاحتمال فإن بعض المستثمرين سوف يكونون على استعداد لدفع مبلغ أكبر (يمثل قيمة الاستثمار) نظير الأصل عن الآخرين (القيمة العادلة)، ومن ثم نجد أن أساليب ومداخل الحساب (الجانب التقني) المستخدمة في تقدير القيمة السوقية العادلة والقيمة الاستثمارية واحدة في جوهرها، ولكن الافتراضات هي التي

=compulsion ». لمزيد من الاطلاع على هذه اللجنة وأعمالها أنظر موقعها على شبكة المعلومات العالمية: www.ivsc.org .

**- هناك اتفاق بين هذه الهيئات في المفهوم مع اختلاف في بعض الألفاظ المستعملة.

[56])- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:07.

[57])- J-F.Casta, Op.cit, P :01.

[58])- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:07.

تختلف[59]. وبذلك يمكن القول أن القيمة الاستثمارية تمثل الاستثناء من القاعدة المتمثلة في القيمة العادلة في شقها المرتبط باستحداث التدفقات المستقبلية*.

2-3-7- قيمة النفاية أو قيمة البقايا:

تمثل قيمة النفاية المبلغ الممكن تحققيه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجه من الخدمة، وبالتالي فهو يمثل عنصرا خارج الاستغلال (كالمخزون النائم، المخزون الميت) قد ينتج عن تجاوز التكنولوجيا له أو قد ينتج عن توقيف المؤسسة لنشاط معين نتيجة استراتيجية التركيز مثلا. وعليه، يصبح بقاء هذا الأصل في المؤسسة محل تكلفة دون إعطاء عوائد مقابلة، الأمر الذي يجعل من بيعه الحل الوحيد وبذلك نكون بصدد قيمة النفاية. والفرق بين هذه القيمة والقيمة المصفاة والتصفية هو أن هذه القيمة مرتبطة بعدم جدوى الأصل للنشاط العادي للمؤسسة، أما القيمتين الأخيرتين فهما يعبران عن ظرف يتم التنازل فيه بشكل جبري عن أصول ذات جدوى.

بعد استعراض مجموع نماذج القيمة المختلفة، تظهر قيمة الاستغلال Valeur d'utilisation الأنسب والأصلح لتقدير قيمة الأصول الداخلة في الاستغلال، بينما الأصول خارج الاستغلال فتقدر بقيمة السوقValeur vénale60 ، يعتبر هذان النموذجان للقيمة أساس التقييم المرتكز على منظور الذمة المالية(الميزانية) ذي المرجعية المحاسبية(طرق التقييم المحاسبية). كما تمثل القيمة العادلة أحد أسس التقييم المحاسبي، كما نجدها تعتبر هي وقيمة الاستثمار من الطرق المناسبة لتقييم المؤسسات باعتبارها تعد استثمارا ذو المرجعية المالية.

2-4- دوافع تقييم المؤسسات:

يعتبر طرح السؤال؛ لماذا نقيم؟ أو ما الدافع من عملية التقييم؟ أو ما الغرض من التقييم؟ من بين الخطوات الهامة التي ينبغي أن يعيها ويقف عليها الخبير المقيم عند إعداده لمخطط العمل، وقصد إنجاحه للعملية بشكل خاص، أو يقف عليها كل من يريد أن يقيم مؤسسة أو حتى أسهمها أو جزءا من أصولها (المسير، المحلل المالي، الخبير المقيم....) بشكل عام. وبالنظر لتعدد مجالات التقييم على مستوى الممارسة الميدانية، سنحاول أن نسرد الدوافع التي تستدعي عملية التقييم، ومن ثم تبويبها بما يناسب دراستنا. وما ينبغي أن نشير إليه، أن عملية التقييم يمكن أن تكون محل سوق يحتوي على أسواق جزئية، يتم الطلب فيها على خدمات التقييم (العرض).

تعد عملية التقييم وسيلة وليست غاية في حد ذاتها، فهي تستعمل قصد الوقوف على قيمة المؤسسة، وذلك لأغراض مختلفة يمكن إظهارها على النحو التالي :

- الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة؛
- التنازل عن شهرة المحل؛

---

59)- نفس المرجع، ص: 08-09. (بتصرف).

*)- أقرت لجنة المعايير المحاسبية الدولية فيما يرتبط ببعض الأصول المالية أن يتم تقديرها وفق القيمة العادلة، فبالنسبة للأصول المسعرة في سوق نشط، فيفترض أن سعرها يمثل أحسن تعبير للقيمة العادلة، أما بالنسبة لغير المسعرة، فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية-الموافقة لطريقة قيمة الاستثمار- تعبر عن القيمة العادلة. وعليه يمكن القول بالنسبة لاستعمال السعر المسجل في السوق المالي النشط في التعبير عن القيمة العادلة، إنما يعبر عن أن تلك القيمة السوقية المسجلة فيه ما هي إلا نتاج لتقييم المستثمرين للتدفقات التي ستحصل للمؤسسة بعد استحداثها، ومن ثم فهذه الخاصية مرتبطة بالسوق النشط المتميز بكفاءة مقبولة (القيمة السوقية تقترب أو تساوي القيمة الحقيقية)، فعندما تغيب هذه الخاصية عن السوق، فيفترض أن القيمة السوقية المسجلة لا تعبر-إطلاقا- عن القيمة العادلة.

60)- P.Vizzavona, Pratique de gestion, Tome 3 : Evaluation des entreprises, Berti Edition, Tipaza, 1990, P : 4.

- مراقبة (السيطرة) مؤسسة عن طريق امتلاك جزء من أسهمها في رأسمالها الاجتماعي، بما يتيح مراقبتها والمشاركة في شؤون تسييرها، ويتم ذلك عن طريق امتلاك مساهمة ذات أغلبية Participation majoritaire ؛
- إعادة هيكلة المؤسسة Restructuration لغرض تخفيض التكاليف وتحسين مستوى التعاضد Optimiser les synergies[61]، من خلال استراتيجية التركيز نحو النشاط الأساسي أو إستراتيجية التنويع من خلال محفظة أنشطة (زيادة الأنشطة)؛
- عند انتقال الملكية للورثة من خلال إيجاد حصص الميراث للورثة في المؤسسة. أو عند الهبة Donation-partage من طرف الأب المؤسس إلى أبنائه في المؤسسة[62] من خلال الوقوف على الحصص.
- فتح رأسمالها أو جزء منه، أو الزيادة فيه عن طريق الاكتتاب في بورصة القيم المنقولة؛
- شراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين في إطار تسير الحوافز الاستثمارية ؛
- إعادة تقييم الميزانية للوقوف على حقيقتها لفائدة الأطراف الداخلية (المسيرين، الملاك) والخارجية للمؤسسة (البنوك، إدارة الضرائب....) ؛
- تصفية المؤسسة عند إفلاسها لغرض الوقوف على قيمة أصولها بغية تسديد مستحقات الدائنين ومختلف الأطراف، كما يمكن أن تكون التصفية كقرار نهائي للمؤسسة نظرا للخسائر الكبيرة المسجلة، ويكون هذا القرار كحل نهائي بعد استنفاذ الحلول التقويمية؛ إعادة الهيكلة؛
- الاندماج والاستحواذ بين المؤسسات أو تقديم جزئي للأصول، إذ يفيد في تحديد نسبة التبادل Rapport d'échange بين أسهم المؤسسات المعنية بالعمليات إذا ما تمت العملية بتبادل الأسهم، كما تساعد في تقييم الأصول إذا ما تمت العملية نقدا؛
- الرفع من رأس المال المؤسسة لأجل تحديد سعر إصدار الأسهم الجديدة، وذلك لكي لا يتم غبن الملاك القدماء أو الجدد، فيتم نقل الثروة من طرف لآخر، ففي الحالات المتكررة نجد أن قيمة الأسهم في تاريخ سابق قد تم تقييمها وفق التكلفة التاريخية، إذ تكون أقل من القيمة الحقيقية، ومادام أن القيمة الحقيقية ستختلف عنها (قد تكون أعلى بسبب الخسائر المتراكمة)، يفترض أن يتم تقييم لتحديد السعر الذي ينبغي أن يدفع من طرف المساهمين الجدد؛
- التقييم الجبائي[63]؛
- حوكمة المؤسسة ومتابعة القيمة للمساهم La valeur actionnariale؛[64]
- إقامة الشراكة بين المؤسسات المختلفة، عندما يتم إنشاء مؤسسات تشتغل في مشاريع مشتركة بين أكثر من مؤسسة Joint-venture، ويظهر مشكل التقييم عند تقديم أصول قائمة من طرف مؤسسة على الأول، إذ يساعد في معرفة حصة كل شريك.

كما يمكن أن يكون للتقييم دور في عملية التسيير الجاري للمؤسسة وذلك للوقوف ومعرفة حقيقة[65]:

- مردودية رؤوس الأموال المستثمرة ؛
- تطور الذمة المالية Patrimoine المتراكمة .

---

[61])- Conseil régional Paris/Ile-de-France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, L'évaluation d'entreprise : tout savoir, Document de travail, 28 janvier 2004, P :01, In : http://www.entrepriseevaluation.com Site consulté le02/05/2005.

[62])-Idem.

[63])- -F.Pierre et E.Besançon, Op.cit, P : 64.

[64])-Ibid.

[65])- J.Brilman et C. Maire, Op.cit, P :26.

- وضع نظام لمكافأة العمال Intéressement en capital.[66]
- ....الخ.

وقد تطور مفهوم قيمة المؤسسة وعملية التقييم بشكل كبير ليصبح مقترنا بعملية التسيير، حيث نجد أن مسيري المؤسسات يقومون بتقييم ذاتي لمؤسساتهم- وضع نظام التسيير بالقيمة أو الاستعانة بمكاتب استشارة- قصد توجيه واتخاذ قراراتهم التشغيلية والاستراتيجية[67]، بما فيها القرارات المالية.

يمكن أن نصنف دوافع التقييم بما يخدم دراستنا إلى ثلاث مجموعات:

- التقييم لأغراض التفاوض: حيث يقتضي ذلك العمليات التي يكون فيها طرفان على الأقل، ومن بين ما يميز هذا النوع من العمليات هو الظرفية (يحدث مرة أو مرات قليلة في حياة المؤسسة)، كما تعتبر عملياته مكلفة نسبيا بالمقارنة مع المجموعة الثانية. يأتي هذا التقييم لغرض إتمام الصفقة، ففي حالة مؤسسة قررت التنازل عن المؤسسة أو جزء من أصولها سيكون هذا النوع من التقييم بعد هذا القرار (من وجهة نظر المؤسسة) لغرض حساب قيمة المؤسسة لمعرفة الحد الأدنى الواجب التنازل به وعرضه للمشترين المحتملين، حيث يقيمون هم أيضا المؤسسةّ، وإذا ما كان مجال القيمة متقارب يتم إبرام الصفقة. ويكون المقيم في هذا الإطار خارجي (خبير).
- التقييم لأغراض اتخاذ القرار: ويمكن أن نقسمه إلى قسمين، وهما:

1. من وجهة نظر المساهم (تسيير المحفظة الاستثمارية) بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة. يتميز بالدورية؛ يومي، أسبوعي، سداسي...، إذ في العادة يكون بشكل يومي باعتبار تجدد تدفق المعلومات –لكن أصل العملية المرتكز على تقييم العوامل الأساسية للمؤسسة يكون طويلا نسبيا بناء على القوائم المالية؛ ثلاثي، سداسي، سنوي،- كما يكون ذو كلفة أقل من السابق، ويقوم به عموما مقيم خارجي عن المستثمر (محلل مالي).
2. من وجهة نظر مسير المؤسسة (التقييم لأغراض التسيير)، إذ يستعمل التقييم في هذا المجال لغرض ترشيد قرارات المؤسسة التي تعتبر أهم فعل تسييري، ويمكن أن يصنف ذلك في ما يعرف في أدبيات التسيير بالتسيير بالقيمة، إذ يصبح التقييم أداة لتقويم القرارات واتخاذها من منظور ما يمكن للبديل تقديمه للمؤسسة (المساهمة في رفع القيمة)، ويظهر ذلك جليا بالنسبة للقرارات المالية والاستراتيجية، وبالأخص قرارات التوسع الخارجي منها. وما يميز هذا النوع من التقييم أنه دوري يسبق أي عملية اتخاذ قرار وتزداد دوريته، إذا كان محل نظام (نظام التسيير بالقيمة)، كما نجد أن المقيم يكون ضمن هيكل المؤسسة (يحبذ مقيم داخلي، المتمثل في المدير المالي للمؤسسة)، وقد يلجأ أحيانا إلى خبراء خارجين ومكاتب الاستشارة للمساعدة في وضع نظام تسيير مرتبط بالقيمة، على غرار EVA التي تقوم بوضعه شركة استشارة أمريكية، إذ بعد ذلك يكون التقييم مستمرا، حيث يمثل آلية يتم على ضوئها تسيير المؤسسة، مما يستدعي وجود نظام للتقييم يتطلب مقيمين داخليين على رأسهم المدير المالي للمؤسسة.

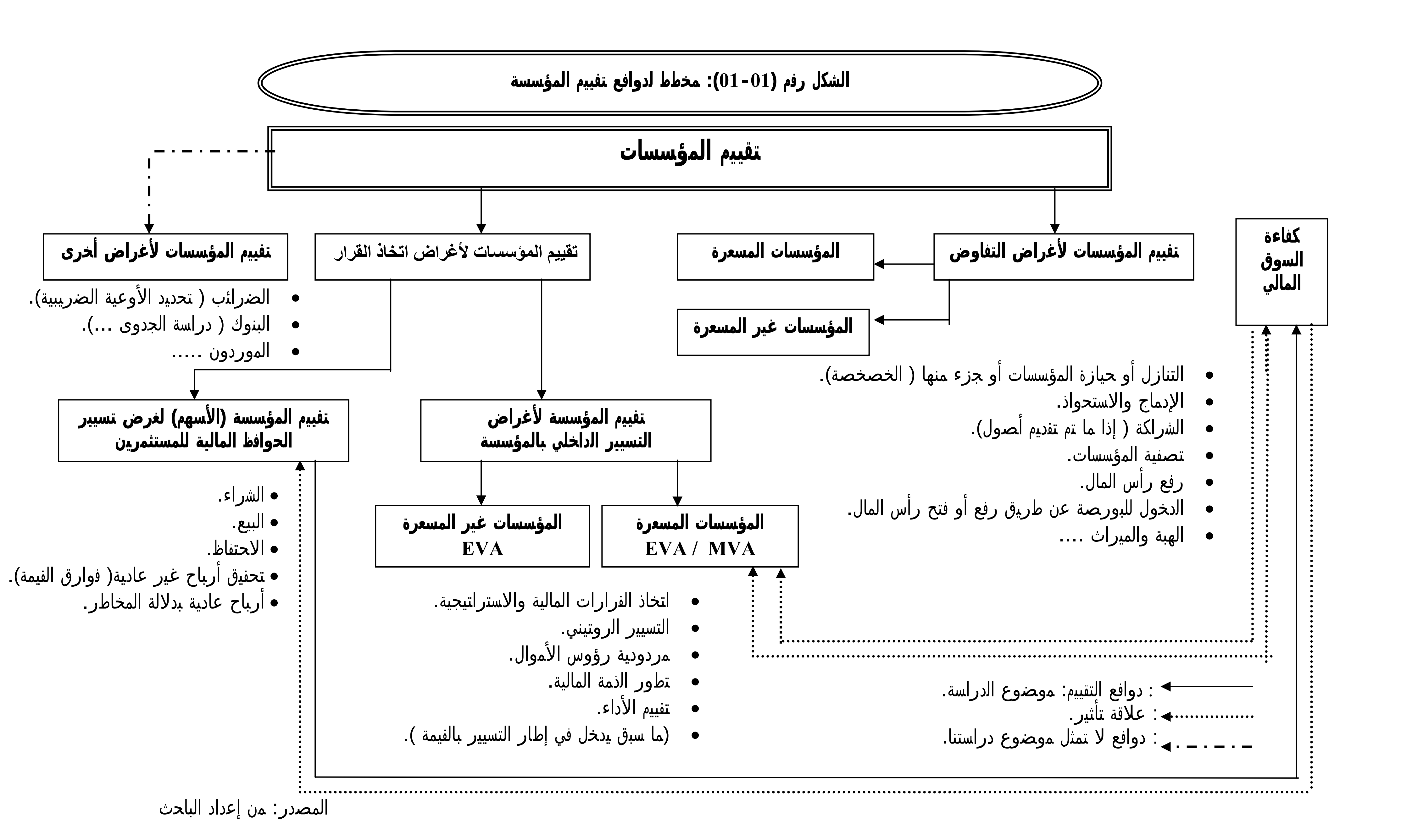
- التقييم لأغراض أخرى، إذ يمكن أن يقوم بالتقييم أي طرف له علاقة بالمؤسسة رأى ضرورة في ذلك (البنوك، الضرائب، الزبائن،...) للقيام بإجراءات تجاه المؤسسة.

ويمكن توضيح ذلك في الشكل الآتي، والذي يتماشى مع هيكل البحث.

---

[66])- F.Pierre et E.Besançon, Op.cit, P : 64.

[67])- T.Coplend, T.Koller et J.Murrin, (Traduit par MICHEL LE Seac'h et CHANTAL Pommier), La Stratégie de la Valeur, InterEditions, Paris, 1991,P : 240..(بتصرف)



الشكل رقم (01-01): مخطط لدوافع تقييم المؤسسة

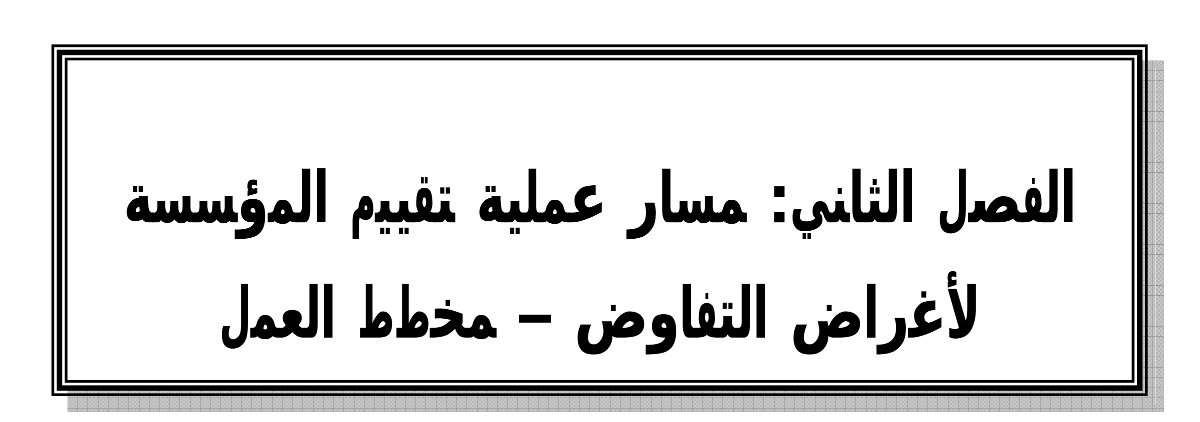
المصدر: من إعداد الباحث

خلاصة واستنتاجات:

بعدما تم استعراض الإطار المفاهيمي للقيمة من خلال التطرق لمفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي والتطرق لمفاهيم أساسية مرتبطة بقيمة وتقييم المؤسسة، يمكن أن نستنتج مايلي:

- تبلور مفهوم قيمة المؤسسة في الفكر المالي بشكل واضح، وبالتحديد في النظرية المالية الحديثة، من خلال اعتماد تعظيم قيمة المؤسسة كهدف ينبغي أن تسعى له، كما نلاحظ أنها قامت بدراسة أثر القرارات المالية خاصة قرار الهيكل المالي وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة مضيفة ذلك إلى قرارات الاستثمار التي كانت موضوع قديم ظهر مع بدايات ظهور النظرية المالية التقليدية.
- يعد الفكر الاقتصادي من خلال مدارسه التي تناولت موضوع القيمة(السلعة) الإطار المرجعي للنظرية المالية والنظرية المحاسبية فيما يرتبط بمفهوم قيمة الأشياء (سلع، أصول، أسهم)، كما يعتبر المزود لطرق القياس. ونجد في إطار الفكر الاقتصادي أن النظرية النيوكلاسيكية تمثل الإطار المرجعي المباشر فيما يرتبط بالنظرية المالية الكلاسيكية والحديثة بشكل عام، وقيمة المؤسسة (النظرية الاقتصادية النيوكلاسيكية للمؤسسة) بشكل أخص.
- يندرج موضوع تقييم المؤسسة أو نظرية تقييم المؤسسة بين النظرية المحاسبية والنظرية المالية، فطرق الذمة المالية وفائض القيمة وجزء من طرق العائد نجد أن خلفيتها هي الفكر المحاسبي، وتسمى هذه الطرق بطرق التقييم المحاسبية، بينما نجد أن طرق العائد (التدفقات) والتي تنطلق من نظرية الاستثمار تجد أصولها و/أو تطورها في النظرية المالية، بالإضافة إلى استحداث طرق جديدة كطريقة الخيارات الحقيقية، وتسمى هذه الطرق بطرق التقييم المالية.
- توجد مجموعة من المبادئ الاقتصادية تقوم عليها نظرية التقييم تمثل قواعد تستند عليها طرق التقييم، على الخبير المقيم أن يراعيها، إذ تمثل الإطار النظري الذي يكون مهما ومفيدا عندما يضاف للمكاسب المهنية والميدانية التي تكون لدى الخبير، فعملية التقييم هي عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح، إذا ما كانت تعتمد على خلفية نظرية واضحة.
- تتحدد قيمة المؤسسة، ومن ثم طرق قياسها وفق النظرية المالية من خلال مفهوم الاستثمار الذي يبحث عن قيمة الأصل المراد الاستثمار فيه بدلالة تدفقاته المستقبلية التي يتم استحداثها، وعليه يعد هذا الأسلوب الأنجع في التقييم باعتباره يفترض استمرار النشاط الذي يهم كافة الأطراف، إلا أنه يتعذر أحيانا قياس المؤسسة وفقه، لذا يتم استعمال طرق أخرى تعتمد على مجموعة من نماذج القيم التي تمثل ظروفا يتم وفقها قياس القيمة.
- توجد للتقييم عدة دوافع يمكن أن نصنفها إلى تصنيف يحاول الإحاطة بجميع عمليات تقييم المؤسسة (الأسهم والأصول)، وذلك على النحو الآتي:

1. التقييم لأغراض التفاوض؛ حيث يوجد طرفين مما يستدعي التقييم لإتمام العملية، ويكون هذا الإجراء من وجهة نظر المؤسسة بعد اتخاذ القرار (كقرار البيع أو الاندماج،...).
2. التقييم لأغراض اتخاذ القرار؛ والذي يجعل من التقييم عبارة عن أداة تسيير؛ حيث نقسمه من وجهة نظر طرفين هامين متمثلين في مسيري المؤسسة؛ حيث يساعد في عملية التسيير داخل المؤسسة من جهة، والمستثمرين الماليين؛ من خلال مساعدتهم في تسيير حوافظهم الاستثمارية داخل السوق المالي من جهة أخرى.
3. التقييم لفائدة الأطراف الأخرى المهتمة بالمؤسسة (إدارة الضرائب، البنوك، الموردون،...الخ).



الفصل الثاني: مسار عملية تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض – مخطط العمل

المبحث الأول: العناصر المكونة لمخطط العمل.
المبحث الثاني: المعلومات والوثائق الضرورية لعملية التقييم.
المبحث الثالث: أدوات تشخيص وضعية المؤسسة.

الفصل الثاني: مسار عملية تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض-مخطط العمل

قبل الخوض في دراسة وتحليل الطرق المستعملة في تقييم المؤسسـات، ارتأينا أن نعرج على الإجراءات الضرورية التي من شأنها أن تساعد الخبير المقيم في أداء مهمته على أفضل وجه. وتتمثل هذه الإجراءات أساسا في الوقوف على المنهجية الصحيحة الواجب تتبعها، والتي يطلق عليها بمراحل عملية التقييم أو مخطط العمل Business plan، والذي يمثل خطة منهجية ومدروسة تسبق التقييم الفعلي للمؤسسة، إذ يستطيع وفقها الخبير المقيم من وضع خطوات ومراحل متسلسلة للتدخل بغرض تقييم المؤسسة تسمح له في النهاية بالوصول إلى نتائج تقييم موضوعية.

من بين طرق التقييم المستعملة في عمليات التفاوض، توجد طرق تعتمد على العوائد المتوقعة والتي تترجم مستقبل المؤسسة. ومادام الحال كذلك، بات من الضروري الاعتمـاد علـى التشـخيص الإستراتيجي والمالي، قصد بناء توقعات النتائج أو التدفقات المستقبلية، وذلك من خلال الكشـف عـن القدرات الكامنة للمؤسسة. ولهذا الغرض، وبالنظر لأهمية عملية التشخيص في مسار عمليـة التقيـيم بشكل عام وباعتبارها مرحلة هامة تسبق التقييم الفعلي للمؤسسة بغض النظر عـن طبيعـة الطـرق المستعملة، ارتأينا أن نخصص مجالا واسعا للوقوف على عملية التشخيص مركزين في ذلك على أهم طرق وأدوات التشخيص الإستراتيجي والمالي المستعملة في المؤسسات المساعدة في بناء التوقعـات، وقبل ذلك التطرق لمرحلة جمع المعلومات والبيانات الضرورية لعمل المقـيم بشـكل عـام وعمليـة التشخيص بالأخص .

ونظرا لأهمية عملية التشخيص في مسار عملية التقييم، توصي منظمات مهنية فرنسية -مـن خلال دليل مقدم في مجال تقييم المؤسسات-[1]، الخبراء المقيمين من إجراء تشخيص بمفهوم أوسع مـن التشخيص المالي والاستراتيجي يسبق أي عملية تقييم، إذ يتمثل هذا التشخيص في فحص عام (المفهوم الواسع) يشمل جمع المعلومات والبيانات وفحص الحسابات وعمليـة التشـخيص بـالمفهوم الضـيق للمعنى[**] .

المبحث الأول: العناصر المكونة لمخطط العمل

تتكون مراحل التقييم –المشار لها سابقا- من مرحلة تحديد مهمة الخبير(الغرض من وراء عملية التقييم[*]، طبيعة المؤسسة، ....) ثم جمع المعلومات والبيانات عن المؤسسة من مختلف مصادرها، والتي تكون متاحة إما داخل المؤسسة، أو التي يمكن التقصي عنها وجلبها من مصادر أخرى، ثم القيام بتشخيص شامل للمؤسسة، ليلي ذلك استبعاد طرق التقييم غير الصالحة، وقبول طرق

---

[1])- للاطلاع أكثر أنظر:

- Conseil régional Paris/Ile-de-France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, L'évaluation d'entreprise : tout savoir, Op.cit, P :02-09 .

[**])- نشير في هذا الإطار أن عملنا سيكون منطلقا من تقسيم أدق لمراحل عملية التقييم، وذلك بالفصل بين مرحلة جمع المعلومات والبيانات ومرحلة التشخيص التي تمثل بالنسبة لنا ما هو مرتبط بتقدير التوقعات، بالإضافة للتشخيص الوظيفي، لذلك فإننا نستعين بالتشخيص المالي والاستراتيجي بشكل أكبر، على العكس من ما جاء في ورقة العمل أو الدليل المقدم من طرف المنظمتين المهنيتين الفرنسيتين (منظمة الخبراء المحاسبين ومؤسسة المستشارين والخبراء الماليين) الذي جمع بين جمع المعلومات وعملية التشخيص، بالإضافة لفحص الحسابات وأدخله في عملية واحدة سميت بالتشخيص (التشخيص بالمفهوم الواسع). ولقد اعتمدنا هذا التقسيم نظرا لحساسية وأهمية هذه المرحلة في التأثير في نتائج التقييم، مع العلم أن مرحلة جمع المعلومات والبيانات هي مدخلات عملية التشخيص.

[*]- تم التطرق لدوافع التقييم في الفصل السابق. لذا سوف نتطرق في هذا الفصل لمراحل التقييم الأخرى كتكملة لما سبق، وذلك بالتطرق لمرحلة جمع المعلومات والتشخيص،....الخ.

التقييم الموافقة ومن ثم استعمالها، وأخيرا استنتاج القيمة الحقيقية أو مجال القيم للمؤسسة. وعليه، يمكن القول أن على الخبير المقيم أن يضع سلفا مخططا للعمل يسمح له بتتبع مسار عملية التقييم وذلك باعتبارها نظاما متكاملا. وفي ما يلي تفصيل لمراحل التقييم المشار لها :

1. تحديد المهمة التي بمقتضاها يتعرف الخبير على الهدف أو الدافع من وراء العملية والتعرف على وضعية طالب التقييم من بين أطراف المؤسسة، مشتر أو بائع في ظل إجراءات التفاوض مثلا، بالإضافة للوقوف على حجم المؤسسة ووضعيتها، قطاعها،....(محددات عملية التقييم)، إذ تعتبر هذه المرحلة أول مرحلة وأهمها من حيث أنها تضع المقيم على المسار الصحيح. كما أن التحديد الجيد للقصد من العملية سيقلل من الجهد والوقت والتكاليف[2]. وعموما، يمكن تحديد المهمة من خلال الإجابة المركزة على ثلاث أسئلة، تمثل العوامل المؤطرة والمقيدة لعمل الخبير المقيم أثناء مهمة تقييمه، تتمثل في[3] :

- متى يلجأ للتقييم؟ Quand évalue-t-on ? ؛ يبحث هذا السؤال عن الدافع من وراء عملية التقييم، فكما سبق وأن أشرنا في الفصل السابق توجد عدة دوافع لها ، لذا يجب على الخبير أن يعرف بدقة ما هي العملية التي تستدعي التقييم (شراء أو استحواذ على مؤسسة، بيع مؤسسة أو بصفة عامة تحويلها Transmission ، اندماج، تسيير...الخ)؛
- إلى أي طرف توجه نتائج التقييم؟ A qui l'évaluation est-elle destinée ? ؛ من خلال هذا السؤال نحاول تحديد الجهة الطالبة لعملية التقييم من بين مختلف الأطراف المرتبطة بالمؤسسة، خاصة في مجال التفاوض بين البائع والمشتري أو أطراف أخرى كالعمال، الورثة، الواهب Donateur .... .
- إلى أي صنف تنتمي المؤسسة؟؛ معرفة حجم المؤسسة، من حيث أنها تنتمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو مؤسسة كبيرة، إذ يمكن ذلك من معرفة حجم الارتباط الموجود بين المسير والمؤسسة على سبيل المثال. كون الارتباط بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبين مسيريها يكون قويا والتوقعات غالبا ما تكون غير متوفرة[4] ويصعب إعدادها، بالإضافة إلى ضرورة معرفة القطاع المنتمية إليه ومعرفة ما إذا كانت مسعرة في البورصة أم لا ،..... تمكن هذه الأمور من إعطاء صورة أولية عن مدى مطابقة طرق تقييم دون أخرى للمؤسسة، حيث يتم استبعاد تلك التي لا تكون فرضياتها موافقة لخصائص هذه المؤسسات، وعليه ستقل من تكاليف العملية.

2. التقصي وجمع المعلومات والبيانات من مصادرها المختلفة الداخلية بالمؤسسة والخارجية المفيدة لعملية التقييم، والتي يراها الخبير ضرورية في إعداد ملف التقييم، من خلال الوثائق وعن طريق الزيارة الميدانية، وأي معلومة تساعده في الكشف عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة من خلال عملية التشخيص.

3. استعمال أدوات التشخيص للوقوف على الوضعية الحقيقية للمؤسسة؛ إذ يمكن هذا التشخيص من الإحاطة Prise de connaissance بجوانب المؤسسة، و ذلك من خلال القيام بتشخيص داخلي يمس مختلف الوظائف (الإنتاجية، الموارد البشرية، التجارية، المالية والمحاسبية،...)، وآخر

---

[2])- J.Raffegeau et F.Duboit, L'évaluation financière de l'entreprise, Presse universitaire de France, 1988, P : 18.

[3])- للاطلاع أكثر على هذه النقطة المتمثلة في تحديد المهمة -بشكل ضمني- أنظر على سبيل المثال إلى المحور المعنون بما يجب معرفته في النقطة" يرتبط التقييم دائما بثلاث عوامل" وذلك في:

- Conseil régional Paris/Ile-de-France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, L'évaluation d'entreprise : tout savoir, Document de travail, Op.cit, P :01-02..

[4])- Ibidem, P :02.

خارجي يبحث عن معرفة موقع المؤسسة في السوق والتوقعات المرتبطة بـذلك. وتتميـز هـذه المرحلة بحساسيتها البالغة، فعدم كفايتها والتدقيق فيها قد يرهن نتائج عملية التقييم ويجعلها محـل خطأ وسوء تقدير، كما قد ينجر عنهـا قـرارات شـراء غيـر نافعـة (خاطئـة) Décisions d'acquisition inopportunes من طرف المستثمر (طالب التقييم)، بسبب عـدم الوقـوف أو تجاهل الوضعية الحقيقية للمؤسسة، خاصة ما يرتبط بعدم الدراية الكافية؛ بحقيقة قـدرة Savoir-faire، القدرة التنافسية، التطور المتوقع للطلب على المنتجات الحالية، قدرة المؤسسة في إحـلال المنتجات البديلة Produits de substitution [5]. وما ينبغي أن نشير إليه، أن هذه المرحلة مـن التشخيص لقصد أخذ صورة كافية عن المؤسسة، تعتبر مرحلة منفصلة ضرورية تسـبق عمليـة التقييم، وتكون محل تعويض للمقيم من طرف المعني بعملية التقييم في كل الحـالات، كمـا يـتم الاتفاق عليها سلفا، وبموجب ذلك يقدم هذا التشخيص في شكل تقرير(أو دراسة مسبقة Pré-étude) يرفع للمعني يحوي نقاط القوة والضعف، مما يسمح له من اتخاذ قرار تكملة عمل الخبير المقيم من عدمه، كنتيجة لاتخاذ قرار الشراء أو أي دافع آخر من عدمه، بالنظر لما خلصت إليـه نتـائج هذا التشخيص.[6]

4. الإحاطة الشاملة بمختلف طرق ومناظير تقييم المؤسسة؛ فبالنظر لتكوينه في مجال المحاسبة أو المالية، وبالنظر للخبرة المكتسبة في المجال المهني، تتكون للخبير المقيم معرفة جيدة بطرق التقييم. إلا أنه مع كثرة هذه الطرق ينبغي أن تكون لديه قاعدة معطيات يتم الرجوع لها كل ما دعت الضرورة لذلك، الأمر الذي يساعده في النهاية على رصد الطرق (أو الطريقة) الموافقة للتقييم الجاري للمؤسسة، ويتسنى له ذلك من خلال المراجع والكتب المتخصصة في هذا المجال أو الرجوع إلى بعض المواقع الخاصة بالمنظمات المهنية[7] ذات الصلة بالموضوع.

5. اختيار طريقة التقييم أو طرق التقييم المناسبة بعد استبعاد غير المناسبة منها(اختيار النموذج) وفقا للظروف والمحددات التي تحيط بعملية التقييم الموافقة للافتراضات التي تقوم عليها طرق التقييم.

6. بناء التقديرات الموافقة للطرق المرتكزة على التدفقات والعوائد المستقبلية، بالنسبة للمؤسسات التي وافقت ظروف ومحددات تقييمها افتراضات هذا النوع من الطرق. ويتم ذلك من خلال الاسـتعانة بجزء من مخرجات عملية التشخيص السابقة والقيام بتشخيص مالي واسـتراتيجي؛ وعلـى هـذا الأساس يقوم الخبير المقيم ببناء التقـديرات مـن خـلال اسـتعمال أدوات التشـخيص المـالي والاستراتيجي، والتي تكون سهلة وسريعة الاستعمال باعتبار أن جزءا من خطواتها تم تغطيته في التشخيص السابق، خاصة ما تعلق بالجوانب الاستراتيجية المرتبطة أساسـا بمحـيط المؤسسـة وسوقها بالتحديد، إذ نجد أن الخبير المقيم قد جمع المعلومات واستطاع الوقـوف علـى الفـرص والتهديدات، كما نجد أن عملية التشخيص الوظيفي التي استعملت في خطوة التشخيص السابقة قد مست الجانب المالي، الأمر الذي يساعد في النهاية الخبير المقيم في مده بالمعلومات والتعميق في ما يسمى بالتشخيص المالي والاستراتيجي.

---

[5])- Ibidem, P : 13.
[6])- Ibidem, P : 23.
[7])- تتمثل هذه المواقع في مواقع لمنظمات مهنية فرنسية تمد الخبراء بمعلومات تخص تقييم المؤسسة بما فيها طرق التقييم، وتتمثل في:

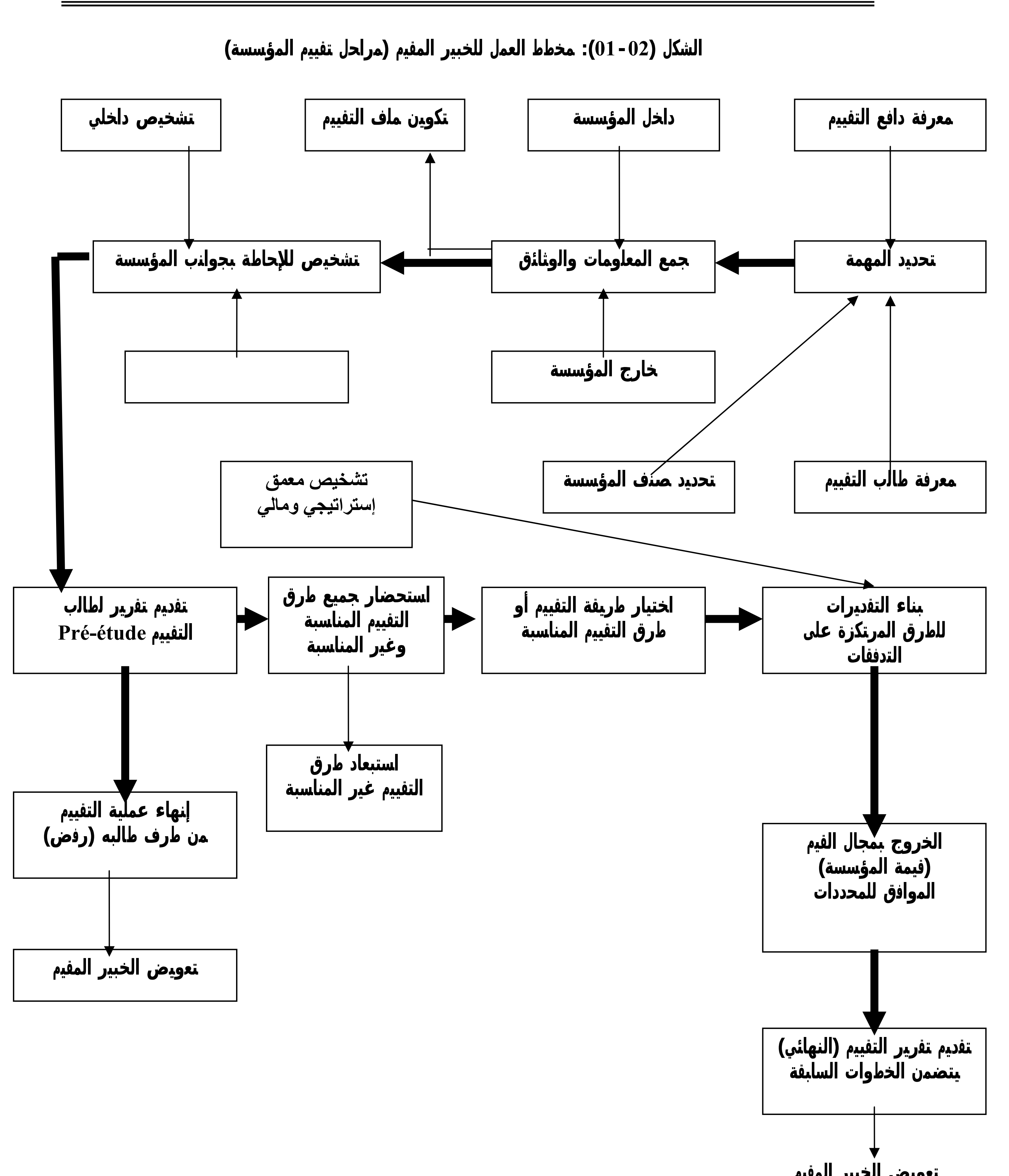
- http://www.oec-paris.fr
- http://www.experts-co;ptqbles.org
- http://www.entrepriseevaluation.com
- http://www.ccef.net

7. الخروج بقيمة المؤسسة أو مجال القيم الذي يحتويها من خلال تطبيق النموذج المتوصل إليه المناسب لظروف (محددات التقييم) المؤسسة المقيمة (الهدف (الدافع) من التقييم، وضعية المؤسسة (تحقيق خسائر أم أرباح)، حجمها (صغيرة، متوسطة أم كبيرة)، قطاعها(التصنيف الكلاسيكي (خدمي، صناعي،...)، التصنيف الحديث (الاقتصاد التقليدي أم الاقتصاد الجديد(المؤسسات المشتغلة في قطاع التكنولوجيا كمؤسسات الانترنيت)، مسعرة أم لا في البورصة، الوضعية الكلية للاقتصاد (متطور، نامي أو ناشئ، وجود و/أو نضوج سوق مالي أم لا)،...). وأي محدد آخر يكون محل قبول عام، إذ أنه كلما زاد عدد المحددات المرتبطة بعملية تقييم ما كلما كان عدد الطرق الموافق لها أقل.

8. إعداد الخبير المقيم لتقرير حول عملية التقييم الموكلة له Rapport d'évaluation، حيث يشرح فيه رأيه حول قيمة المؤسسة، من خلال ذكر النقاط التالية -والتي تسجد الخطوات السابقة-[8]:
   - الظروف التي جرت فيها عملية التقييم؛
   - الأعمال التي قام بها الخبير المقيم منذ بداية أول مرحلة حتى نهايتها؛
   - الحدود التي حالت دون إجراء بعض الأعمال، والتي قد تكون بطلب من طالب التقييم (اختيارية) أو قد تكون نتيجة تعذر توفر خبير تقني ذي دراية ومعرفة بمسألة معينة(مفروضة)؛
   - ذكر الطرق التي تم استبعادها (غير صالحة) والطرق التي تم الأخذ بها (استعملت) مع المبررات (الظرف، الوضعية، نوع وحجم المؤسسة، النشاط،...)؛
   - إعطاء التبريرات المتعلقة باختيار مكونات الصيغ الرياضية التي تشكل طرق التقييم المعتمدة عند استعمالها (معامل المضاعف، معدل الاستحداث، علاوة المخطر، طبيعة العوائد،...)؛
   - تقديم حوصلة Synthèse لكيفية حساب القيم بمختلف الطرق المعتمد مع إرفاقها بملاحق تشمل تفصيل لحسابات تلك القيم؛
   - وفي خلاصة التقرير، تبيان مجال القيم و/أو نقاط مبينة في معلم Nuage de points لتوضيح نتائج مختلف القيم الناتجة عن الطرق المستعملة، وعليه فلا ينبغي إعطاء قيمة ثابتة واحدة Une valeur figée ؛

[8])- Conseil régional Paris/Ile-de-France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, L'évaluation d'entreprise : tout savoir, Op.cit, P : 14.

الشكل (02-01): مخطط العمل للخبير المقيم (مراحل تقييم المؤسسة)



المصدر : من إعداد الباحث

تمكن الخطوات السابقة، الخبير المقيم إذا ما سار وفقها من إنجاح العملية (المهمة)، وذلك بتقليل التكاليف الناجمة عن البطء و/أو سوء التنظيم في العملية، والوصول إلى نتائج تقييم موضوعية تمكن من إعطاء القيمة الحقيقية للمؤسسة من خلال رصدها وحصرها ضمن مجال التقييم المتوصل إليه. ولعل ما جاء في النقطة المرتبطة بخلاصة التقرير-المبين أعلاه- الذي ينبغي أن يعده الخبير المقيم في نهاية مهمته من ضرورة أن لا تكون نتيجة التقييم مختزلة في قيمة واحدة، فهو يشير إلى ما يذهب له بعض الخبراء من استعمال متوسط مرجح أو غير مرجح لمختلف القيم الناتجة عن الطرق المستعملة، والذي يعتبر -في نظرنا- إجراء غير صحيح ولا يعبر عن القيمة الحقيقية للمؤسسة، كونه يخلط بين عدة فرضيات قد تكون أحيانا كثيرة التباين للطرق المستعملة.

يمكن أن تكون فكرة عدم إمكانية الوصول إلى قيمة واحدة للمؤسسة في مطلقها محل انتقاد، انطلاقا من كون التقييم ما هو إلا مجرد رأي يكتسب صفة الموضوعية بتتبع منهجية منظمة (مخطط العمل) تكون محل اتفاق وقبول عام ومتعارف عليها بين الأوساط المهنية -التي تمثلها المنظمات (على غرار المنظمتين المهنيتين الفرنسيتين السابق الإشارة لهما)-. وعليه، يمكن الوصول إلى قيمة واحدة تنجم عن استعمال طريقة تقييم واحدة تكون الأقرب لظروف ووضعية المؤسسة، والجهة الطالبة للتقييم، إذا ما تم الاتفاق على جملة أو مصفوفة تتقاطع فيها طرق التقييم مع محددات الطريقة (الظرف، نوع المؤسسة، الجهة الطالبة، الحجم،....) بشكل مسبق بين مختلف الخبراء المقيمين من خلال المنظمات المهنية؛ إذ يتم ذلك في شكل تعليمات ودليل موجه لمختلف المهنيين، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى المساهمة في تقليل تكاليف عملية التقييم بتجنب استعمال عدد كبير من الطرق.

وعموما، ففرضية توفر قيمة للمؤسسة -من بين مختلف القيم الموجودة في مجال القيم المتوصل إليه- تكون الأقرب إلى القيمة الحقيقية المعبرة عن ظرف معين تجتمع فيه المحددات المشار لها (الجهة الطالبة، نوع المؤسسة،....)، يمكن أن تكون محل قبول وتبرير من الناحية النظرية، في حين أن تطبيقها من الناحية العملية قد يصعب ويكون محل تعقيد، بالنظر لصعوبة ضبط هذه المحددات من طرف الخبير المقيم أثناء أداء مهمته. لذا فعليه أن يسعى جاهدا لاختيار الطرق الأكثر ملاءمة فقط (التي توافق المحددات) وتجنب ما عدا ذلك قدر الإمكان لتقليل تكاليف العملية، وذلك في إطار مخطط العمل المبين أعلاه، ليستطيع الخروج بمجال للقيم يسمح لطالب التقييم في ظل إجراءات التفاوض من الاعتماد عليه في إجراء الصفقة، التي يحاول فيها هذا الطالب -إن كان مشتريا- أن لا يدفع سعرا أكبر من القيمة العليا المتوصل إليها.

ما يمكن ملاحظته كذلك بشأن مخطط العمل المقترح، هو ما تعلق بعملية التشخيص المشار لها في المرحلة الثالثة من مراحل عملية التقييم، فبالإضافة لكونها مرحلة هامة في مخطط العمل، نجدها تستعمل كذلك في المساعدة على اتخاذ القرار النهائي لطالب التقييم بعدما كان منطلقا من قرار أولي قاده لهذه المرحلة. ذلك أنه عند استعانته بالخبير المقيم سيتزود بمعلومات منبثقة من إجراء عملية التشخيص تحوي على نقاط القوة والضعف داخل المؤسسة والفرص والتهديدات المرتبطة بمحيط المؤسسة المستهدفة، تمكنه من اتخاذ قرار المواصلة في العملية من عدمها، وذلك في إطار وضعيته والهدف من حصوله على المؤسسة (محددات عملية التقييم).

إن مراحل التقييم السابقة الذكر، تدعونا أن نستعرض بشيء من التفصيل مرحلتين هامتين منها، نظرا لحساسيتهما والمتمثلتين في مرحلة جمع المعلومات والوثائق والتطرق لعملية التشخيص، مركزين في ذلك على الأدوات والطرق المساعدة في بناء التقديرات المستقبلية الموافقة للطرق المرتكزة على التدفقات والعوائد.

المبحث الثاني: المعلومات والوثائق الضرورية لعملية التقييم

تتطلب أي عملية يراد من خلالها التقصي على حقيقة شيء معين، إجراءات وجمع أقصى كـم مـن المعلومات والمعطيات الممكنة قصد الوصول إلى نتائج موضـوعية ومنطقيـة. ففـي مجـال تقيـيم المؤسسات، تعتبر الميزانية وجدول حسابات النتائج من المدخلات الأساسية التي يحتاج لهـا الخبيـر للقيام بعملية التشخيص والتقييم، فضلا عن بعض العناصر الأخرى التي مـن شـأنها مسـاعدته فـي الحصول على أكبر قدر من المعلومات (المعلومات التقنية ، التجارية و الخبرة العقارية ...)[9].

وعليه، ينبغي قبل القيام بعملية التقييم جمع عدد كبير من الوثائق والمعطيـات التـي تسـتخدم كمعلومات تفيد العملية، وذلك لتكوين صورة عامة عن وضعية المؤسسة بمعرفة ماضـيها، وقـدراتها الكامنة في المستقبل. فإعداد وتجميع هذه الوثائق والمعلومات من شأنه أن يسهل في عمليـة التقيـيم، فضلا عن مساعدته في التقليل من التكاليف المترتبة عن هدر الوقت[10]. وتكمن أهمية ماضي المؤسسة، في اعتباره خزانا مهما للمعلومات، يستفاد منه كلما دعت الضرورة لذلك ، بحيث يمكننا من الحصول على أكبر قدر من المعلومات والتفاسير[11]، التي تساعد في تدقيق وتعميـق الدراسـة عـن وضـعية المؤسسة.

وسوف نستعرض جملة من الوثائق والمعلومات اللازمة لعملية التقييم، والتي ينبغي الحصول عليها قصد إعداد ملف التقييم من جهة، ومساعدة الخبير في مهمته بتوفير المعلومات الوافية عن المؤسسة من جهة أخرى. ويمكن سرد هذه الوثائق -بشكل غير حصري- على النحو التالي[12] :

- الميزانيات وجداول حسابات النتائج والملحقات (الميزانية بمفهومها الواسـع) لـثلاث أو الخمـس سنوات الأخيرة، مرفقة بنسخ من التصريحات الضريبية لنفس الفترة.
- آخر محضر للجمعية العامة .
- تقارير محافظي الحسابات إن وجدت (والتأكد من حملها تحفظات أم لا؟) .
- تاريخ آخر مراقبة ضريبية ونتائجها .
- مخططات الأراضي والمباني بالتفصيل (عقود ملكيتها، وطبيعة استغلالها؛ في ما إذا كانت مـؤجرة أو مملوكة).
- آخر خبرة تأمينية إن وجدت .
- جرد تجهيزات الإنتاج أو على الأقل الأساسية منها، مع تعيين سنها.
- قائمة تتضمن مساهمات الشركة بالقيم في فروع أخرى، مع الهيكل التنظيمي للمجموعـة Groupe وذلك في حالة وجودها .
- أهم الاتفاقيات التقنية المبرمة .
- قائمة بالعلامات وبراءات الاختراع التي تملكها المؤسسة وتلك التي اشترتها من أشخاص خارجيين.
- عقود السلفات، الرهون العقارية والرهون الحيازية .
- عقود التأجير Location والقروض الايجارية Leasing .
- قائمة بالمنتجات وأسعارها .
- توزيع رأس المال الاجتماعي .

---

[9])- C-N.Honigman et H-M.Tubiana, Diagnostic, évaluation et transmission des entreprises, Edition Litec, Paris, 1992, P :21.
[10])- J.Brilman & C.Maire, Op.cit, P : 32.
[11])- J-M.Cauet & C.Bonnin, L'évaluation de L'entreprise en hôtellerie-restauration-Une nouvelle approche, Edition BPI, Paris, 1991, P : 6.
[12])- A.Choinel, Op.cit, P : 56.

- القانون الأساسي للشركة .
- مكونات الحافظة المالية للمؤسسة.
- الهيكل التنظيمي للتوظيف .
- العقود التجارية .
- وكل الوثائق التي يراها المسيرون ضرورية لتقييم المخاطر والإمكانيات التـي تخـص المؤسسـة، بالإضافة إلى نوعية التسيير Management (الموازنات والمخطط التقديري بالخصوص) .
- قائمة بفروع المؤسسة –إن وجدت- مع تقديم نفس المعلومات والوثائق السابق بيانها .

من ما لاشك فيه، أن الوثائق السابقة تمثل مصدرا هاما للمعلومات، تفيد بالدرجة الأولى فـي إعداد عملية التشخيص، ومن ثم السماح للخبير المقيم بأخذ صورة مفصلة حول وضـعية المؤسسـة. لذاك سوف نفصل أكثر في تلك الوثائق والمعلومات المقدمة مـن خـلال تقـديم بعـض التعـاريف والتوضيحات المتعلقة بها.

1-2 : الوثائق والمعلومات المحاسبية

تعد الوثائق والمعلومات المحاسبية من أهم مصادر المعلومات في المؤسسة والتي يبنى عليهـا نظامها المعلوماتي، ومن ثم تتخذ على إثرها القرارات التي يصدرها المسيرون، بحيـث تتمثـل هـذه الوثائق أساسا في الميزانيات والملاحق وجدول حسابات النتائج.

2 - 1 - 1 :الميزانية

توضح الميزانية الذمة المالية للمؤسسة في زمن محدد عادة ما يكون نهاية السـنة (أو بشـكل نصف سنوي أو في الغالب ربع سنوي بالنسبة للمؤسسات المسعرة المطالبة إلزامـا بنشـر قوائمهـا المالية)[*]، حيث تظهر فيها التزامات المؤسسة تجاه دائنيها وتجاه مؤسسيها، كما تظهر فيهـا حقوقهـا المتمثلة في الاستثمارات والمخزون والذمم، وبالتالي تعبر الميزانية عن المركـز المـالي الإجمـالي للمؤسسة .

2 - 1 - 2: جدول حسابات النتائج

يوضح هذا الجدول كل الأعباء والنواتج التي تتعلق بسنة معينة، بالإضافة إلى أرصدة التسيير المتمثلة في الهامش الإجمالي، القيمة المضافة، نتيجة الاستغلال، نتيجة خارج الاستغلال ونتيجة الدورة قبل الضريبة وبعدها.

2-1-3 : الوثائق الملحقة

تتمثل الوثائق الملحقة في الجداول المبينة في المخطط المحاسبي الوطني بعد جدولي الميزانيـة وحسابات النتائج، والتي تبدأ من جدول حركة الذمة المالية إلى جدول المعلومات المختلفة. وتعتبر هذه الجداول مفصلة ومكملة لجدولي حسابات النتائج والميزانية، وعليه فهي تشكل موردا إضافيا للمعلومات التي تساعد مختلف الأطراف في التعرف على وضعية المؤسسة.

تمد القوائم المالية الختامية الخبير المقيم بمعلومات عن ماضي المؤسسـة وطبيعـة نشـاطها، وكذلك معرفة أصولها وأدائها الاقتصادي من خلال نتائجها المحققة . لكن مع ذلك تبقى غيـر كافيـة

[*])- نفس الشيء بالنسبة لجدول حسابات النتائج والملاحق (الميزانية بمفهومها الواسع)، إذ يتم أيضا تقديمهما بشكل نصف أو ربع سنويا عندما تكون المؤسسة مسعرة في البورصة.

لاعتمادها على التكلفة التاريخية في التسجيل والتي لا تعكس الوضعية الحقيقية للمؤسسة، مما يتطلب من الخبير القيام ببعض الإجراءات والتعديلات التي تجعل المعطيات أكثر تعبيرا عن الواقع.

2-1 -4 : التصريحات الجبائية

يترتب عن مزاولة نشاط المؤسسة مجموعة من المستحقات لفائدة مصلحة الضرائب، ولذلك نجدها تقوم بملء استمارات شهريا وسنويا تصرح فيها بمختلف الضرائب والرسوم التي على عاتقها. إذ تفيد التصريحات الجبائية الخبير في معرفة نتائج المؤسسة ورقم الأعمال المصرح به، ومن ثم مقارنته بالبيانات المحاسبية التي بحوزة المؤسسة وذلك لثلاث سنوات على الأقل، لتتيح له معرفة إمكانياتها من خلال تطور رقم أعمالها وحجم مبيعاتها وكذلك تطور نتائجها التي تعكس تحسن أدائها أو العكس. وعموما، تتيح التصريحات الجبائية والوثائق المحاسبية للخبير تتبع نشاط المؤسسة بصورة ديناميكية.

2 -1-5 : مراجعة الحسابات

يتولد عن تشغيل أي نظام معلومات نقاط ضعف ونقاط قوة. لذا سوف لن يكون نظام المعلومات المحاسبي محل استثناء من هذه القاعدة، فهو بدوره معرض لأن تكتنفه أخطاء وهفوات عند تشغيله من طرف الأفراد القائمين عليه عن قصد أو دون قصد، لذا ينبغي كشفها والتخلص منها لضمان خلوه من أي تشوهات قد تؤثر في صدق وحقيقة المعلومات المتولدة عنه . لهذا الغرض كان لزاما إجراء رقابة على هذا النظام، والتي من بينها المراجعة الخارجية Audit externe التي يقوم بها محافظ الحسابات Commissaire aux comptes، حيث يقوم بمطابقة مدى مصداقية وتنظيم الحسابات من خلال مراجعة وتدقيق الحسابات Révision des comptes، وتقييم نظام الرقابة الداخلية Contrôle interne للمؤسسة[*].

ويتم اختيار محافظ الحسابات من طرف الجمعية العامة للمساهمين، التي يكون ملزما أمامها برفع تقرير مفصل في نهاية مهمته، يشير فيه إلى نتائج تدخله والتأكيد على مدى مصداقية وسلامة الميزانيات المحاسبية المعدة من طرف المؤسسة[14].

تعد مراجعة الحسابات وتقييم نظام الرقابة الداخلية وسيلة فعالة لتقويم نظام المعلومات المحاسبي وتضفي صفة المصداقية على المعلومات المحاسبية، الأمر الذي يجعل من إطلاع الخبير على آخر تقرير لمحافظ الحسابات من الأهمية بمكان، للوقوف على الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة التي تسمح بالتقييم الجيد والموضوعي.

2-2 : الوثائق الأخرى

تعتبر الوثائق والمعلومات المحاسبية غير كافية لوحدها لتزويد الخبير بالمعلومات الضرورية عن مختلف أصول المؤسسة وأنشطتها، لذلك ينبغي توفر مجموعة أخرى من الوثائق والمعلومات تساعد في تدعيم الوثائق المحاسبية وتمد بأكثر التفاصيل، والتي يمكن أن نعرج على بعضها كما يلي:

[*])- فهذا الأخير هو المسؤول عن رقابة وأمن نظام المعلومات المحاسبي من خلال العمل على تحقيق هدفين رئيسين وهما:
- حماية الأصول، بما في ذلك البيانات، من سوء الاستخدام أو الضياع أو السرقة ؛
- التأكد من صحة البيانات المحاسبية (مدخلات النظام) ومدى إمكانية الاعتماد عليها.

14)- A.Hamini, Le contrôle interne et l'élaboration du bilan comptable E P E, OPU, Alger, 1993, P : 40.

1/ ـ جرد مادي لكافة وسائل إنتاج المؤسسة، مع تعيين عمرها الإنتاجي، وإذا أمكن حالتها ومـدى صلاحيتها، وقدرتها الإنتاجية بالمقارنة بما هو متوفر في السوق كبديل لها:

لا تقدم الوثائق المحاسبية والتي على رأسها الميزانية، إلا بعض المعلومات عن ذلك، تتمثـل أساسا في تكلفة شرائها التاريخية واهتلاكها المحاسبي. فأمام هذه الحالة يلجأ الخبير لمحاضر عمليـات الجرد المادي التي قامت بها المؤسسة لمطابقته مع ما هو مسجل محاسبيا لأنه قد تكون أحيانا بعـض التجهيزات مسجلة محاسبيا وهي غير موجودة على أرض الواقع والعكس صحيح (التأكد من تسـجيل عمليات الجرد)، كما يتم الاعتماد على بطاقات الجرد Fiche d'inventaire المعـدة مـن طـرف المؤسسة لأخذ معلومات تتعلق بالعمر الإنتاجي -وإن أمكن مـدى صـلاحيتها وقـدرتها الإنتاجيـة- لمقارنتها بما هو متوفر في السوق.

2/ ـ مخططات الأراضي والمباني مع توفر عقود ملكيتها :

لابد من توفر هذه المخططات لمعرفة مساحة هذه الأملاك من جهة، ومعرفة موقعهـا ومـدى قربها أو بعدها عن المنشآت القاعدية من جهة أخرى. كما يجب الوقوف علـى الوضـعية القانونيـة وطبيعة هذه الأراضي والمباني من خلال عقود ملكيتها، (هل هي مؤجرة أم تـدخل ضـمن أمـلاك المؤسسة)، لكي تعرف حدود تصرف هذه الأخيرة في هذه الأصول، وتضع المشتري المحتمل أمـام الوضعية الحقيقية لها.

3/ ـ آخر محضر للجمعية العامة :

تضم الجمعية العامة جميع مساهمي المؤسسة، إذ يتم فيها التصويت على قرارات ذات أهميـة بالغة، لذلك فاطلاع الخبير على آخر محضر للجمعية العامة سواء كانت استثنائية أو عادية -أو حتـى الاطلاع على محاضر سابقة- من شأنه أن يطلعه على القرارات المتخذة المؤثرة على المؤسسة، كـي تساعده في أخذها بعين الاعتبار في عملية التقييم حسب درجة أهميتها وتأثيرها بالسلب أو بالإيجـاب على قيمة المؤسسة.

4/ ـ الهيكل التنظيمي للمؤسسة وقانونها الأساسي :

يتيح الهيكل التنظيمي للخبير معرفة كيفية تقسيم وظائف المؤسسة وفروعها، إذ يساعده في أخذ نظرة شاملة عن تنظيم المؤسسة. ويفيد القانون الأساسي في معرفة نشاط المؤسسة، اسـم مسـيرها أو مسيريها وحصص رأس المال المساهم بها،...الخ .

5/ ـ قائمة بمختلف مساهمات المؤسسة بالقيم في فروع أخرى، مع الهيكل التنظيمي للمجموعة :

تتيح هذه القائمة للخبير معرفة الفروع التي تملكها المؤسسة لكي يقوم بتقييمها وضمها للقيمـة الإجمالية للمؤسسة.

6/ ـ قائمة تتعلق بالبراءات والعلامات التي تملكها المؤسسة وتلك التي حصلت عليها من أشخاص (شرائها)، وقائمة بأهم الاتفاقيات التقنية :

تسمح هذه القائمة للخبير بمعرفة القيم المعنوية المتمثلة في البـراءات والعلامـات التجاريـة وحقوق الامتياز التي اشترتها المؤسسة أو التي قد تنازلت عليها مقابل أقساط سنوية تحصـل عليهـا، وكذلك الأمر بالنسبة للاتفاقيات التقنية والتجارية فإنها تؤثر على قيمة المؤسسـة لـذا علـى الخبيـر مراعاتها.

7/ ـ تاريخ آخر مراقبة جبائية مع ذكر نتائجها وآخر خبرة تأمينية :

تقوم بالمراقبة الجبائية مصالح الضرائب للـوقوف على مدى صحة المعلومـات المصرح بها من طرف المؤسسة، تخلص هذه المراقبة إلى معرفة مدى صحة المعلومات المصرح بها ومطابقتهـا للواقع، وذلك من خلال استخراج الأوعية الصحيحة ومقارنتها بالمصرحة، الأمر الذي يفيد الخبير في الاعتماد والاستئناس بهذا التقييم. أما بالنسبة للخبرة التأمينية من شأنها أن تقيم أملاك المؤسسة المؤمنة، فهي تساعد هي الأخرى الخبير في أخذ صورة عن القيمة المقدرة لتلك الأملاك ليتم مراعاتهـا فـي عملية التقييم ومقارنتها بمختلف القيم التي قد تكون لنفس الأصل ليتم في النهاية معرفة القيمة الحقيقيـة منها.

8/ ـ عقود السـلفات، الرهون العقارية والرهون الحيازية :

ينبغي على الخبير أن يأخذ في الحسبان الرهون المترتبة عن عقود السلفات، حيـث أن هـذه الرهون (العقارية والحيازية) تخص أملاك المؤسسة، فهذه الأخيرة سوف تنتقل إلى ملكية المقرض في حالة ما لم يتم الوفاء بالقرض، فالمؤسسة لا تستطيع بيع هذا العتاد مادام تحت الرهن، أي لا يحق لهـا التصرف فيه كما تشاء على عكس الأملاك الأخرى غير المرهونة. فاطلاع الخبير على ذلك يعد مـن الأمور الهامة، فالأصول المرهونة تكون محل تطبيق معامل خصم يترجم المخاطر المرتبطـة بـذلك تطبق على القيمة المحسوبة لها، كما نجد أن هذا الأمر ينبغي أن يكون مشارا إليه في التقرير ليطلـع عليه المستثمر المحتمل.

9/ ـ عقود التأجير Location والقروض الايجارية Leasing :

يجب الأخذ بعين الاعتبار المعدات المستأجرة عن طريق عقود التأجير والقروض الايجارية، حيث أن هذه الأخيرة نجدها -لاعتبارات قانونية تحكم التسجيل المحاسبي- لا تسجل فـي الميزانيـة لعدم توفر الملكية لدى المؤسسة بشأنها بالرغم من استعمالها في الاستغلال، وتكون في غالب الأحوال محل تنازل للمؤسسة في نهاية تأجيرها (حسب الاتفاق المبرم). فاطلاع الخبير على هذه العقـود مـن شأنه أن يفيده في أخذ هذه المعدات بعين الاعتبار في حساب قيمة المؤسسة عند استعمال بعض طـرق التقييم، كونها لا تكون مبينة في الميزانية بالنظر لعدم ملكيتها.

10/ ـ قائمة بأنواع المنتجات وأسعارها :

توضح هذه القائمة للخبير المنتجات وأسعارها ومدى منافستها للمؤسسات التي تنشط في نفـس القطاع، وكذلك تبين الطاقة الكامنة للمؤسسة في اختراق الأسواق من خلال إمكانيـة تحسـين نوعيـة المنتجات وتخفيض سعر تكلفتها.

11/ ـ مكونات الحافظة المالية للمؤسسة :

تقوم المؤسسة أحيانا باستثمار أموالها الفائضة في الأوراق المالية لتحقيـق أربـاح إضـافية، وتكون هذه الأوراق المالية إما في شكل أسهم أو سندات والتي يتم تداولها في السوق المالية، وعليه، تتيح قائمة مكونات الحافظة المالية للخبير الوقوف على الاستثمارات المالية وتقييمها ومن ثم إدراجهـا ضمن القيمة الإجمالية للمؤسسة .

2-3 : الزيارة الميدانية ومصادر المعلومات للمؤسسات المدرجة في البورصة

2 -3 -1 :الزيارة الميدانية للمؤسسة

تبقى مختلف المعلومات التي تطرقنا لها مجرد معلومات مستقاة من وثائق، فهي غيـر كافيـة لوحدها لمساعدة الخبير في الخروج بدراسة مفصلة، دقيقة وموضوعية عن وضعية المؤسسة، خاصـة تلك المتعلقة بموجودات المؤسسة (الاستثمارات المادية). ولكي يستطيع الخبير تدارك هـذا الـنقص،

وقصد مطابقة ماهو مبين في الوثائق بماهو موجود في أرض الواقع، عليـه القيـام بزيـارة ميدانيـة للمؤسسة سواء لوحده أو رفقة خبراء مختصين (مهندسين، تقنيين، خبراء عقـاريين، ...) يسـاعدونه كلما دعت الضرورة لذلك. تشمل هذه الزيارة المقر وجميع فروع وورش المؤسسـة، قصـد معاينـة مختلف أصولها من الأراضي والمباني وتجهيزات الإنتاج بالإضافة إلى محيطهـا لكـي يتسـنى لـه الآتي[15]:

- التعرف على وضعية الأراضي والمباني والوقوف على مدى خضوعها للعوائق الإدارية التي من شأنها التقليل من قيمتها، مثل (عوائق التعمير ، رخص البناء، ...)؛
- ملاحظة مدى توفر البنية التحتية داخل المؤسسة وفي محيطها، خاصة فيما يتعلق بوسائل الدخول إلى المصنع؛ النقل، توفر الغاز، الماء، الكهرباء وتوفر قنوات صرف المياه ... الخ، لأن هذه المنشآت تساهم في الرفع من قيمة المؤسسة، فعدم وجودها أو بعدها عن المؤسسة سيؤدي إلى رفع تكلفة المنتجات؛
- التعرف على أهم الصناعات التي تنشط بالقرب من محيط المؤسسة (وذلك فيما يتعلق بالصناعات المنافسة أو تلك التي تكون مدخلاتها هي مخرجات للمؤسسة أو العكس)، فهذا أيضا من شأنه التأثير على قيمة المؤسسة؛
- معاينة طبيعة المباني من حيث تكوينها (إسمنت مسلح، قوالب...) وأيضا لمدى قدمها، وكذلك مراقبة تنظيم الآلات، الفراغات المتاحة، إمكانية تطبيق نشاطات أخرى ... ؛
- معاينة الآلات بشكل يسمح بالخروج بانطباع عن إنتاجيتها، خصوصياتها، معدل تشغيلها وطاقتها الإنتاجية؛
- الاستعلام عن سعر الأراضي التي من نفس النوع والطبيعة المتواجدة في المنطقة والتي هي محل بيع. فهذا السعر من شأنه أن يساعد الخبير في إعطاء قيمة منطقية وموضوعية لأراضي المؤسسة.

2 - 3 - 2 : مصادر المعلومات للمؤسسات المدرجة في البورصة

تختلف المؤسسات المسعرة بحكم وضعيتها الخاصة عن المؤسسات الأخرى من حيث تـداول أسهمها في السوق المالية (البورصة)، لذلك تختلف المعلومات المستقاة عما سبق من حيث مصـدرها. ويمكن استقاؤها من خلال آراء المحللين الماليين المعتمدين بدورهم على المصادر التالية[16]:

- الميزانيات والحسابات والتقارير والندوات التي تخص المؤسسة؛
- مقابلة و تصريح مسيري وإطارات المؤسسة؛
- التقارير التي تصدر في الصحف والدوريات، خاصة تلك المتخصصة منها؛
- الدراسات المنشورة من طرف هيئات متخصصة عن وضعية المؤسسات؛
- المعلومات المستقاة من البنوك والهيئات المقرضة الأخرى؛
- المعلومات المستقاة من آراء خبراء المهنة (تكنولوجية ، تجارية)؛
- آراء الزبائن والموردين عن المؤسسة؛
- كما يمكن استقاء المعلومات عن طريق منافسي المؤسسة؛
- كما نشير إلى أن بعض المعلومات حول الشركات المسعرة قد تكون منشورة من طرف يوميـات اقتصادية ودوريات متخصصة.

[15])- J.Brilman et C.Maire, Op.Cit, P : 35.
[16])- Idem.

المبحث الثالث: أدوات تشخيص وضعية المؤسسة

بعد تطرقنا إلى أهم مصادر المعلومات والوثائق الضرورية لعملية التقييم، والتي يحتـاج لهـا أيضا الخبير قبل ذلك في إعداد عملية التشخيص. سنتطرق في هذا المبحث إلى أهم طرق التشـخيص المستعملة في التشخيصين المالي والإستراتيجي بالدرجة الأولى. ونشير في هذا الصدد، إلى أنه مهمـا كانت طبيعة مصادر المعلومات فإن العناصر المعتمدة في التشخيص تبقى هي نفسها[17].

3-1: مدخل للتشخيص العام

3 - 1 -1: تعريف التشخيص

يهدف التشخيص إلى كشف مواطن الضعف ومواطن القوة داخل المؤسسة، لتصحيح وتقـويم الأولى، واستغلال الثانية بشكل أحسن[18]. فتشخيص المؤسسة بمثابة الفحص الذي يقـوم بـه الطبيـب لمريضه من خلال أدوات وطرق يستعملها بغية كشف العلة التي يعاني منها ومن ثم إعطائه الوصفة العلاجية اللازمة أو إجراءات أخرى ، (عملية جراحية ...) للقضاء عليها من جهة، ومن جهة أخـرى يسمح للخبير بالوقوف على حقيقة المؤسسة ومعرفتها من مختلف جوانبها. فالاعتماد علـى خطـوات التشخيص تفيد على الأقل عملية التقييم، بتوضيح و إرساء مرجعية يتم من خلالهـا التفـاوض بـين الأطراف[19].

3 - 1 - 2 : أهداف التشخيص في إطار عملية التقييم

يهدف التشخيص في مجال تقييم المؤسسات إلى الوقوف على النقاط التالية :

- تحليل العوامل الاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة والقطاع الذي تنتمي إليه؛
- معرفة درجة المنافسة التي تواجهها المؤسسة؛
- تحليل نقاط القوة والضعف، خصوصا التي ستؤثر على مستقبل المؤسسة وقدرتها على الاستمرار؛
- معرفة مقدرة المؤسسة في مدى تحكمها في تأرجح Fluctuation الفرص والعوائق (التهديدات) الناجمة عن محيطها للاستفادة منها في النمو وتحقيق الأرباح[20]، والوقوف على إمكانياتها في خلق التدفقات والعوائد المستقبلية التي تسمح بإعداد التنبؤات لاستعمالها في طرق التقييم الموافقة لذلك.

وعموما ، يحاول التشخيص في إطار عمليات التقييم تحليل الوضـعية الحاليـة والمسـتقبلية للمؤسسة من خلال الوقوف على نقاط القوة والضعف الداخلية والفرص والتهديدات المتعلقة بـالمحيط، قصد تكوين وجمع معلومات ومعرفة الإمكانيات الحالية والمستقبلية لأخذها في حساب قيمة المؤسسة.

تمتد عملية التشخيص أيضا إلى ماضي المؤسسة، نظرا لما يتضـمنه مـن معلومـات عـن الخصائص والعادات المكتسبة من طرف المؤسسة عبر السنوات السابقة، والتـي لا يمكـن تغييرهـا بسهولة، مما يتطلب فهمها فهما جيداً وعميقا من خلال ملاحظة وتشخيص الظروف التي تعرضت لها

15)- J.Brilmen et C.Maire, Op.cit, P : 36.
18)- K.Hamdi, Comment diagnostiques et redresses une entreprise, Edition Rissala, Alger, 1995, P : 12.
19)- K.Achouche et A.Labanji, Que vaut votre entreprise ?diagnostic et évaluation de l'entreprise, Edition SNC, Alger, 1996,
P : 09.
20)- J.Brilmen et C.Maire, Loc.cit .

المؤسسة في السابق قصد معرفة تأثيراتها ونتائجها. ومن بين تلك الظروف التي من الممكن أن تكون قد تعرضت لها، نذكر ما يلي[21]:

- تغيير الإدارة : متى كان تاريخ ذلك وما تأثيرها على أداء المؤسسة ؟
- ما هي أنواع المهن المتحكم فيها بشكل جيد ؟
- ما هي الأزمات التي مرت بها، وما تأثيرها على أداء المؤسسة ؟
- ما هي معدلات النمو والنتائج المحققة ؟
- ما هي الاستثمارات الأساسية (مردوديتها) ؟
- ما مدى سرعة تطور التكنولوجيا، ومدى مواكبتها واستجابتها للتطور في القطاع ؟
- ما مدى تطور سياستها التنافسية والتسويقية ؟

فهذه النقاط جديرة بأن تكون محل اطلاع واهتمام من طرف الخبير بالنظر لما تفيده في كشف نقاط القوة والضعف للمؤسسة. وبالتالي يعطي لتشخيص ماضي المؤسسة صورة عن خصائص وتقاليد المؤسسة المكتسبة، فكلما كانت النقاط الإيجابية أكبر من النقاط السلبية، سيزيد ذلك في قيمتها أكثر.

3-1- 3 : أنواع التشخيص

يتكون التشخيص العام من التشخيص الوظيفي والتشخيص الاستراتيجي والمالي وكذا تشخيص الهوية L'identité والتي يمكن استعراضها على النحو التالي[22]:

3-1-3-1- التشخيص الوظيفي:

يقوم هذا التشخيص بفحص وظيفة أو عدة وظائف للمؤسسة (على سبيل المثال الوظيفة التقنية، الوظيفة التجارية .....) وهدفه إخراج واستخلاص الانحراف في الوظـائف Dysfonctionnement المحتملة، وأيضا إخراج نقاط القوة ونقاط الضعف.

3-1-3-2- التشخيص الإستراتيجي :

يعمل هذا التشخيص على تحليل قدرات المؤسسة لمواجهة المنافسة في البيئة الخارجية، ويسمح بتقييم أنشطة المؤسسة ووضعيتها، كما يسمح بإرساء إستراتيجية مستقبلية للمؤسسة .

3-1-3-3- التشخيص المالي :

يحدد هذا الفحص تواجد (أو غياب) شيئين اثنين أساسيين، وهما التوازن المالي والمردودية.

3-1-3-4- تشخيص الهوية L'identité :

يحاول هذا التحليل إبراز عناصر التسيير، مثل نوع السلطة، التنظـيم، المعلومـة، الاتصـال والثقافة.

بالنسبة لتشخيص الهوية والتشخيص الوظيفي، قد وقفنا على جانب منهما بشكل ضمني من خلال استعراض مرحلة جمع الوثائق والمعلومات، واللذين لا يمكن فصلهما عن التشخيص المالي والاستراتيجي، هذا الأخير الذي يطلق عليه أحيانا بالتشخيص الاقتصادي، والذي يهتم بالأسباب المؤدية إلى حسن أداء Performance المؤسسة أو سوءه Contre- performance في مواجهة المنافسة[23]،

---

[21])- Idem.
[22])- K.Hamdi, OP.Cit, Page 31.
[23])- P.Gensse et P.Topsacalian, Ingénierie financière, Economica, Paris, 1999, Page 15.

والتي تنعكس في مدى القدرة على تحقيق موارد مستقبلية، والتي تهم المسيرين وكذا المشترين المحتملين للمؤسسة. فبالنظر لهذه الأهمية التي يتمتع بها هذا التشخيص، ولما للتشخيص المالي من دور في الوقوف على التوازن المالي الذي يهتم بالجانب المحاسبي والتقييمي للمؤسسة، وكذا المردودية التي لها علاقة بالمستقبل، فقد ارتأينا أن نتوسع أكثر في دراستهما، ونسلط الضوء على كيفية رصد إمكانيات المؤسسة في خلق الموارد المالية المستقبلية، التي تمكن من إعطاء قيمة موضوعية تتناسب مع تلك الإمكانيات.

3 - 2 : التقسيم الاستراتيجي والتحليل الداخلي والخارجي للمؤسسة

3 - 2 - 1 : التقسيم الاستراتيجي La segmentation stratégique

يعد التقسيم الإستراتيجي أحد أهم العناصر الأساسية في التشخيص الإستراتيجي لكونه يسـمح بتحديد نقاط القوة والضعف المحتمل وقوعها، مما يتيح البحث في إيجاد الحلول المناسبة لذلك الضعف المحتمل وقوعه، والمحافظة على نقاط القوة التي ستكون الورقة الرابحة للمؤسسة ، كما يسمح بمعرفة المنافسين الحقيقيين للمؤسسة بواسطة التوليفة (المنتج، السوق)* .

وما يميز هذه الطريقة هو تقسيمها لنشاط المؤسسة إلى أنشطة جزئية متناسقة بحيث يكون كل نشاط جزئي مختلفا عن الآخر، إذ تمثل في مجموعها (الأنشطة المقسمة) ما يعرف في أدبيات التحليل الإستراتيجي بالمحفظة الاستراتيجية للمؤسسة Le portefeuille stratégique de l'entreprise .

ويسمح هذا التقسيم الاستراتيجي بوضع إستراتيجية خاصة بكل نشاط جزئي وذلك بمعرفة :

1. نقاط القوة والضعف لهذا النشاط الجزئي؛
2. منافسي هذا النشاط الجزئي.

يمر التقسيم الاستراتيجي بالخطوات التالية[24]:

- تجميع الأنشطة الجزئية للمؤسسة حسب معايير معينة (المنتج، الزبائن، التكنولوجيا)؛
- تحديد عوامل النجاح لكل نشاط جزئي سبق تجميعه من قبل؛
- إعادة تجميع النشاطات حسب عوامل النجاح المماثلة.

يتطلب هذا العمل معرفة جيدة بالسوق والجوانب الإيجابية التي تتمتع بها المؤسسة فيما يرتبط بالمنافسة، وكذا الخبرة المكتسبة في المجال التكنولوجي، التجاري والتسييري. تتيح المعرفـة الجيـدة لعناصر القوة للخبير ترتيبها حسب كل نشاط جزئي. وسيقدم هذا التحليل للخبير تصورا حول الأنشطة المؤثرة بشكل سلبي أو إيجابي في قيمة المؤسسة، فنجد أن قيمة للمؤسسة تزيد حالة وجود أنشطة تتمتع بمزايا تنافسية وذلك من خلال توليفة (المنتج، السوق، الزبائن، التكنولوجيا).

عندما تكون هذه التوليفات لنشاط جزئي ما قوية، فإن ذلك يزيد من قيمة ذلك النشـاط الـذي ينعكس بدوره على قيمة المؤسسة، وهنا تبرز جليا أهمية هذا التحليل في إفادة الخبيـر بنقـاط القـوة

---

*)- وما ينبغي الإشارة إليه، عند القيام بالتقسيم الاستراتيجي أنه مرتبط بمنتج أو نشاط، وعليه فهو لا يتعلق بالمؤسسة ككل، وفي هذا الإطار توجد عدة مفردات يستعملها الكتاب لترجمة المصطلح الأصلي الأنجلوسكسوني والمتمثل في SBU (Strategic Business Unit)، وذلك بـ :

-CPM : couple produit-marché, DAS, Métier : ensemble de compétences distinctes, CAS : centre d'activité stratégique.

In : J.Orsoni, Management stratégique, Librairie Vuibert, Paris, 1990, P :120.

من المؤكد أن لكل مصطلح معنى دقيقا من حيث مثلا احتواء النشاط للمنتج ، لكنها في النهاية تصب في نفس القالب باعتبار أن الأصل واحد باللغة الإنجليزية.

[24])- K.Hamdi, Op.cit, Page 85.

والضعف الكامنة التي تتمتع بها المؤسسة، التي من شأنها أن تؤثر على نتيجتها المستقبلية بالإيجاب أو السلب، لتؤثر بعد ذلك على قيمتها.

3 -2-2 : التحليل الداخلي والخارجي للمؤسسة

يقصد بالتحليل ذلك العمل الذي من شأنه أن يحدد وبشكل دقيق الفرص المتاحة أمام المؤسسة والتهديدات التي يمكن أن تتعرض لها ، كما يسمح بتحديد نقاط القوة للاستفادة منها، ونقاط الضعف لتصحيحها[25]. وينقسم هذا التحليل إلى داخلي وخارجي :

3-2-2-1: التحليل الداخلي

يتم من خلال هذا التحليل دراسة مواطن قوة المؤسسة وضعفها في مختلف وظائفها. وتتمثل أهداف تشخيص المؤسسة من خلال تحليل المؤسسة وظيفة بوظيفة في الخروج بنقاط القوة والضعف لكل منها، وفي ما يلي سنشير -بشكل مقتضب- إلى تشخيص (تحليل) وظائف المؤسسة، وذلك على النحو الآتي:[26]

3-2-2-1-1- التشخيص التجاري (التسويقي): و يتم التعرض فيه إلى:

- السوق: يحاول الخبير معرفة وضعية المؤسسة من حيث حصتها في السوق من خلال نشاطها أو أنشطتها. ففي هذا المجال، حينما يتوفر للمؤسسة عدد ضئيل من الزبائن، ستكون مبيعاتها مرهونة بهم وبظروفهم، الأمر الذي سيجعلها تتضمن على مخاطرة عالية، والتي على الخبير أن يأخذها في الحسبان ويشير إليها في تقريره، وإن تطلب الأمر فقد يقوم بإجراء خصم Décote من القيمة، نظير ذلك.

- المنتجات: في هذا الإطار يقوم الخبير بطرح سؤال مؤداه ما هو السياق الذي يتطور وفقه الطلب على منتجات المؤسسة؟، وبناء على ذلك يتم دراسة محفظة المنتجات الخاصة بالمؤسسة ووضع كل منتج في سياق دورة حياته. فإذا كانت المنتجات في مرحلة النضج أو الاندثار ضمن دورة حياة المنتج، فسيستنتج الخبير ضعف إمكانيات المؤسسة في خلق نتائج وتدفقات مستقبلية، مما قد يعرض قيمة المؤسسة لخصم معتبر Décote ، نظير المخاطر العالية الناجمة عن ذلك، خاصة في حالة عدم وجود سياسة لاستبدال هذه المنتجات التي ترهن استمرارية المؤسسة Non-pérennité.

- ظروف البيع: في هذا الإطار على الخبير أن يدرس فيما إذا كانت هناك قوانين وتنظيمات خاصة تنظم المتاجرة في منتج أو منتجات معينة. لأن ذلك من شأنه أن يضع قيودا تحد من تسويق المنتجات، ومن ثم التأثير على التدفقات المستقبلية، التي بدورها ستؤثر على قيمة المؤسسة.

وعموما يحاول الخبير عند تشخيص هذه الوظيفة الوقوف على:

- مدى سلامة وكفاءة قنوات التوزيع ومدى احتياجها لاستثمارات جديدة؛ [27]
- معرفة نوع الزبائن وخصوصياتهم، ومدى وفائهم لمنتجات المؤسسة.

---

[25])- T.Hafsi, Gérer l'entreprise publique, O.P.U, Alger, 1990, Page 64.

[26])- للاطلاع أكثر أنظر إلى:

- Conseil régional Paris/Ile-de-France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, L'évaluation d'entreprise : tout savoir Op.cit , PP : 19-22.

[27])- يوسف قريشي، أزمة الخزينة ومخطط إعادة التقويم المالي في المؤسسة، حالة مؤسسة البناء بورقلة، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر، 1994 ، ص:71.

- طبيعة السياسة البيعية المنتهجة : بمعرفة طبيعة توزيع المبيعات عن طريق نوع الزبـائن أو عـن طريق نوع المنتج ... .

3-2-2-1-2- التشخيص الإنتاجي:

على الخبير في هذا الإطار أن لا يتردد في الاستعانة بخبير تقني لفحص بعض النقاط كمعرفة إمكانية تواجد طرق إنتاجية أحسن أو أقل تكلفة من الموجودة، الوقوف على مدى استعمال المعدات عند طاقاتها الإنتاجية القصوى،....الخ. كما يمكن أن يقف على ما يلي :

- مدى التحكم في التكنولوجيا؛
- معرفة مصادر التموين ودرجة الإشباع؛
- مكانة البحث والتطوير في المؤسسة؛
- الوقوف على حجم الإنتاج؛
- مدى مرونة الجهاز الإنتاجي واستجابته لتغير الطلب في السوق؛
- أساليب تنظيم العمل داخل الورش.
- ... الخ.

3-2-2-1-3- تشخيص الموارد البشرية:

في هذا الإطار، يعمل الخبير على البحث لكشف المخاطر الاجتماعية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة. وذلك من خلال:

- معرفة الصراعات الموجودة بالمؤسسة السابقة والحالية؛
- تقييم وظيفة كل عامل بالمؤسسة (تحليل المناصب L’analyse des postes) ومدى توافقه معها وتقييم مدى تأهيله؛
- الوقوف على هرم الأعمار للعمال ليتسنى له تقدير المخاطر المرتبطة بذلك (بداية التقاعد،...).
- معدل التغيب؛
- تقييم سياسة التشغيل؛
- تقييم سياسة الحوافز؛
- القيام بمقارنات مع شركات عاملة في نفس القطاع فيما يرتبط بسياسة الأجور والتعويضات، مستوى التأهيل، معدل التغيب،....الخ.
- .....الخ.

وعموما في هذا المجال، ينبغي أن يكون الخبير قادرا على قياس المناخ (الوضع) الاجتماعي Climat social للمؤسسة ومدى تأثيره على استمرارية المؤسسة، ومعرفة مدى قدرة المؤسسة على التأقلم مع التحولات المستقبلية والمخاطر المتعلقة بذلك.

3-2-2-1-4- التشخيص القانوني:

يمكن أن يقوم الخبير في هذا المجال بما يلي:

- دراسة الملف القانوني للمؤسسة على ضوء قانون الشركات (القانون التجاري)، وذلك من خلال الاطلاع على مجموعة من الوثائق، كالقانون الأساسي، محاضر اجتماعات الجمعية العامة ومجلس الإدارة، تقارير التسيير، تقارير محافظ الحسابات الخاصة والعادية،... الخ؛
- التعرف على مستوى حجم رأس المال وتطوراته؛
- معرفة مدى استمرارية العقود المبرمة مع الأطراف إلى ما بعد شراء المؤسسة، وخاصة العقود الملازمة للمؤسسة لمدى طويل والعقود ذات البنود الخاصة كبند يحمل عبارة "حصريا"

Exclusivité ، الضمانات Caution أو الرهن الحيازي Nantissement ، كما ينبغي التأكد من تغطية المخاطر المهنية بمختلف عقود التأمين المبرمة من طرف المؤسسة.

- .....الخ.

3-2-2-1-5- التشخيص المحاسبي والمالي:

3-2-2-1-5-1- التشخيص المحاسبي:

يتم اعتماد هذا التشخيص لضمان مصداقية المعلومات المحاسبية المعتمدة في التقييم. ويتمثل هذا التشخيص في فحص ومراجعة لحسابات المؤسسة، بالإضافة لفحص الموازنات التقديرية. وفي الحالة التي يكون فيها المقيم هو نفسه الخبير المحاسبي للمؤسسة، فإن عملية الفحص ستكون سهلة، أما في الحالة التي لا يكون فيها المقيم كذلك، فعليه الاعتماد أكثر على أعمال زملائه المهنيين المتمثلين في الخبير المحاسب، ومحافظ الحسابات العاملين على حسابات المؤسسة، وبذل جهد أكبر في مراجعتها.

3-2-2-1-5-2- التشخيص المالي:

يسمح هذا التشخيص بالخروج بتقييم للوضعية (الصحة) المالية للمؤسسة، من خلال دراسة وضعية الذمة المالية وتوازنها المالي) وبتحليل نتائجها ومردوديتها، وفي الأخير تحليل قدرتها على التمويل الذاتي، وذلك باستعمال النسب والمجمعات المالية.

3-2-2-2- التحليل الخارجي- تحليل المحيط

هذا التحليل مهم جدا للمؤسسة لوضع استراتيجياتها قصد مواجهة المحيط الذي تنشط فيه من خلال الوقوف على الفرص والتهديدات، فعندما تنتج المؤسسة منتجاتها سوف تواجه مجموعة من المعطيات في السوق كي تصرفها، والتي من بينها وأشدها المنافسة. لذا، فلابد لها من معرفة وتحليل تطور النشاط والمنافسين، دراسة الثنائية (السوق/ المنتج)، تغيرات الطلب، تغيرات العرض في السوق، دراسة القطاع والمنافسين والمحيط بشكل عام .

ويمكن سرد بعض العناصر السابقة بنوع من التفصيل على النحو الآتي[28]:

1. الطلب: وذلك من خلال الوقوف و معرفة خصائص المستهلكين، احتياجاتهم وتطورهم، بالإضافة إلى معرفة التطور المحتمل لسلوكهم، درجة ولائهم، توزيعهم الجغرافي، طبيعتهم (خواص، مؤسسات،...)،....
2. العرض:وذلك من خلال الوقوف على؛ خصائص المنتجات، التوقعات بشأن المستجدات التكنولوجية، تطور تكاليف التموين والإنتاج، الوضعية في دورة الحياة للمنتجات،...الخ.
3. المنافسة: من خلال الوقوف على بنية السوق، مدى وجود حواجز (عوائق) الدخول، ثقل وعدد المنافسين الحاليين والمحتملين، قوة وضعف المنافسين المباشرين، مقدرة الوسطاء،... .
4. الجوانب الاجتماعية-السياسية Socio-politique : وذلك من خلال الوقوف على صرامة التنظيمات، الأهمية الاستراتيجية للقطاع، درجة تأثير وقوة النقابات العمالية، تواجد جمعيات المستهلكين ومدى تأثيرها،... .
5. .... الخ.

[28])- J.Orsoni, Op.cit, P :121.

تعتبر دراسة العوامل الخارجية غاية في الأهمية، بحيث تتيح للخبير الإحاطة الجيدة بطبيعة المنافسين ومدى قوتهم التنافسية، بالقطاع ونموه، لما يدور بالمحيط من الشروط القانونية والضريبية والمالية والجمركية، بالمجمعات الاقتصادية الدالة عن (السياسة الاقتصادية، القوة الشرائية للمستهلكين ...الخ)، بالنمو الديمغرافي وبتغير أذواق المستهلكين وعادتهم الاستهلاكية ... . فهذه المعطيات من شأنها أن تنعكس على حجم الطلب في السوق. فعندما يقوم الخبير بجمع مختلف هذه المعطيات الخارجية وتحليلها ستسمح له بدراسة جيدة للوضعية الإستراتيجية للمؤسسة ومن ثم معرفة إمكانياتها الكامنة لمواجهة المحيط الخارجي، ووضعيتها تجاه مختلف العوامل المشكلة للمحيط والتي تتبلور في وضعيتها التنافسية في السوق بالدرجة الأولى، ليتسنى للخبير في النهاية إمكانية توقع العوائد والتدفقات حسب تلك الظروف.

3 -3 :الطرق الأولية ومصفوفات الوضعية الإستراتيجية

3 -3 -1 : الطرق الأولية

3-3-1-1: طريقة دورة حياة المنتج Le cycle de vie

يتمثل فحوى هذه الطريقة في أن للمنتج أثناء تواجده في السوق أربعة مراحل وهي : الانطلاق، النمو، النضج والزوال. أي أن المنتج يشبه الكائن الحي، الذي يبدأ بالانطلاق أو الخروج للحياة، ثم ينتهي بالزوال، الذي هو مآل أي كائن حي، أو بالأحرى المنطق الذي تسير به الحياة، فالمنتج عبر مختلف هذه المراحل له ميزات وخصائص تختلف فيها الواحدة عن الأخرى:

- فترة الانطلاق :

يحتاج المنتج في هذه الفترة إلى وسائل مالية معتبرة نتيجة القيام بالإشهار، الحملات الدعائية، لأن المنتج ليس معروفا بعد لدى الزبائن. ففي هذه المرحلة يستهلك المنتج الموارد المالية دون خلقها.

- فترة النمو :

تتميز هذه الفترة في البداية بتحقيق الأرباح، وبالتالي خلق الموارد المالية نظرا لبداية احتلال المنتج لجزء من السوق، وبداية تكوين زبائن.

- فترة النضج :

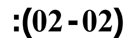
تتميز هذه الفترة بتحقيق المنتج لأرباح معتبرة في بدايتها، لتبدأ في الانخفاض تدريجيا، وتتميز بثبات نسبي لحجم المبيعات.

- مرحلة الزوال :

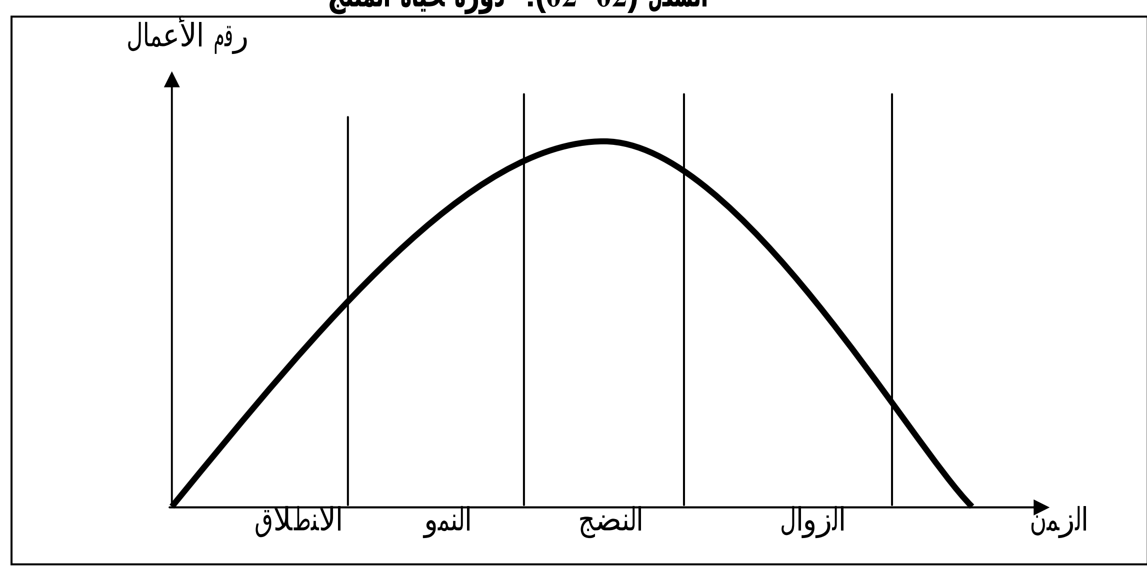
تعد هذه المرحلة بمثابة بداية الاحتضار للمنتج، حيث يبدأ بتحقيق الخسائر للمؤسسة حتى تستغني عنه. حيث يكون قرار الاستغناء عن المنتج صحيحا، عندما يصبح الهامش على التكلفة المتغيرة لا يغطي حتى جزء من التكاليف الثابتة الهيكلية[29].

---

[29]- ناصر دادي عدون ، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الثاني: محاسبة تحليلية، بدون دار نشر، الطبعة الثانية، الجزائر، 1994 ، ص140.



الشكل (02-02): دورة حياة المنتج



المصدر: J.Orsoni, Management stratégique, Librairie Vuibert, Paris, 1990, P :125.

2-1-3-3: منحنى الخبرة La courbe d'expérience

يدرس هذا المنحنى العلاقة القائمة بين التكلفة والإنتاج لمنتج معين، فأي تراكم في الإنتاج يتبعها تراكم في الخبرة مع مرور الوقت، مما يؤدي إلى الانخفاض في تكلفة الوحدة الواحدة. فعندما نجد أن منتجا يقدم منحنى 80% هذا يعنى بأن تكلفة الوحدة الواحدة انخفضت من 100% إلى 80 %ويعزى ذلك إلى[30]:

- اقتصاديات السلم : تسمح بتخفيض التكلفة، وذلك عند الزيادة في كمية الإنتاج؛
- التمهين Apprentissage : الذي يعكس قدرة العمال على فهم طرق الإنتاج من خلال تراكمه (تكرار العملية) ؛
- التقدم التكنولوجي.

ويظهر منحنى الخبرة على مستويين[31]:

ـ **المستوى الأدنى :** الذي يشير إلى أنه كلما تراكم الإنتاج لسلعة ما، كلما انخفض وقت العمل المخصص لها، فهذا يعني أن المنحنى يظهر المهارة المتزايدة للعمل.

ـ **المستوى العالي :** يبين العلاقة بين تكلفة الإنتاج وكمية الإنتاج المتراكمة، وذلك بإدخال كل العوامل المساعدة على ذلك (مثلا : إبداع، بحث، تسويق، إنتاج، استثمار وإدارة ... الخ)، فحسب هذا المستوى لا تقتصر تدنية التكاليف على انخفاض وقت العمل فحسب، بل ترتبط بعدة عوامل (خبرة متراكمة) . ونعبر عن ذلك بالعلاقة الرياضية التالية :

$$C_t = C_0 \left(\frac{V_t}{V_0} \right)^{-\lambda}$$

حيث : C_t : تمثل التكلفة الحالية للإنتاج للفترة التي تناسب V_t (حجم الإنتاج)؛

C_0 : تمثل التكلفة الحالية للإنتاج بداية الفترة (تاريخ بداية العمل) التي تناسب V_0 (حجم الإنتاج)؛

---

[30])- A.C.Martinet, Stratégie, P: 99. In: A.C.Martinet, Diagnostic stratégique, Vuibert Entreprise, Paris, 1990, P : 84.

[31])- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص147 .

V_t : الإنتاج المتراكم للفترة t؛
V_0 : الإنتاج المتراكم للتاريخ السابق (الخبرة الماضية)؛
λ : نسبة الخبرة.

3-3-1-3: طريقة أثر الربح لإستراتيجية السوق PIMS[32]

قامت الشركة الأمريكية "جنرال إلكتريك" General Electric بالتعاون مع Harvard "مدرسة هافرد لإدارة الأعمال" Business school في فترة السبعينيات ببحث يتمثل في جمع عوامل النجاح والفشل لمختلف المنتجات. أطلق على هذا المشروع اسم "أثر الربح لإستراتيجية السوق" PIMS[*] والذي يبرز بأن حصة السوق واحدة من بين أهم العناصر المحددة للمردودية .

سمحت نتائج هذه الدراسة بإظهار تسع متغيرات هي مصدر لـ 80% من النجاح أو الفشل والمتمثلة في الآتي :

1- الكثافة الرأسمالية L'intensité Capitalistique ؛
2- الإنتاجية؛
3- نمو السوق؛
4- الوضعية في السوق؛
5- نوعية المنتجات؛
6- التجديد؛
7- الدمج العمودي حسب مجال النشاط الإستراتيجي DAS ؛
8- الضغط على التكاليف؛
9- مرحلة إنشاء وضعية ملائمة ثم جني الأرباح.

3 - 3 - 2: مصفوفات الوضعية الإستراتيجية

يفيد تحديد الوضعية الإستراتيجية للمؤسسة المقيم في معرفة مدى أهمية المؤسسة وموقعها في السوق، فهذا المعيار يلعب الدور المرجح لعملية المفاوضات بين البائع والمشتري، فالوضعية الإستراتيجية لها تأثير مباشر على تقييم المؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق فوائض[33]، من خلال إظهار إمكانياتها المتاحة في خلق أرباح مستقبلية (احتلال موقع جيد في السوق ...). ولهذا الغرض توجد بعض النماذج التي تسمح بتحديد الوضعية الاستراتيجية للمؤسسات.

3-3-2-1: طريقة مجموعة بوسطن للاستشارات[**] BCG [34]

تعتبر هذه الطريقة من بين الطرق الأكثر شيوعاً وانتشارا لقياس الوضعية الاستراتيجية لمختلف الأنشطة الجزئية للمؤسسة، حيث ترتكز هذه الطريقة على متغيرين اثنين، هما نسبة نمو قطاع ذلك النشاط الجزئي والذي يقاس من خلال تطور رقم الأعمال من سنة لأخرى في السوق الذي ينشط فيه من جهة، وحصة السوق المتعلقة بذلك النشاط الجزئي من جهة أخرى.

---

[32])- K.Hamdi, Op.cit, P : 80.
[*] - PIMS: Profit Impact Of Market Strategy.
[33])- K.Achouche et A.Labandji, Op.Cit ,P : 10.
[**] - BCG : Boston Consulting Group.
[34])- للاطلاع أكثر حول تفاصيل هذه الطريقة أنظر على سبيل المثال إلى:
- G.Garibaldi, L'analyse stratégique, Editions d'organisation, 3eme édition, Paris,2002, P P :266-283.

وتتبع هذه الطريقة الخطوات التالية:

1 ـ تقسيم المؤسسة إلى أنشطة جزئية متجانسة (تتكون من المنتجات، التقنيات والزبائن المتجانسين).

2 ـ تقسيم كل نشاط جزئي من حيث الوضعية التنافسية من خلال معيارين وهما :

- نسبة نمو القطاع .
- حصة السوق المتعلقة به .

3 ـ يؤثر أي نشاط جزئي على المؤسسة ماليا ، فهناك نشاطات عبارة عن مولـد للمـوارد الماليـة، وأخرى عبارة عن مستهلك لها، وذلك تبعا لوضعيتها.

تعتبر العناصر السابقة الذكر مصدرا للمعلومات، من خلالها تبنى هذه الطريقة، والتي هي من أسهل الطرق من حيث الاستعمال لاعتمادها على متغيرين فقط (حصة السوق التـي تشـغله أنشـطة المؤسسة الجزئية، ونسبة القطاع). إذا فطريقة "مجموعة بوسطن للاستشارات" هي عبارة عن مصفوفة من سطرين وعمودين، موضحة حسب الشكل التالي:

الشكل (02-03): مصفوفة "مجموعة بوسطن للاستشارات" BCG

	معدل نمو القطاع (السوق)	قوي	ضعيف	
- نشـاط ممـول ذاتيا - أرباح مرتفعة - مديونية معتبرة	نمـو قـوي استهلاك	1) نجم Vedettes * توليد سيولة + * استهلاك سيولة - * رصيد 0	2) المأزق Dlimmes * توليد سيولة + * استهلاك سيولة - * رصيد	ـ نشاط ذو عجز ـ أرباح ومديونية مرتفعة
- نشاط ذو فائض - أرباح مرتفعة - مديونية ضعيفة	السيولة نمـو ضعيف	3) بقرة حلوب Vaches a lait * توليد سيولة + * استهلاك سيولة - * رصيد	4) البطة المكسورة Poids morts * توليد سيولة + * استهلاك سيولة - * رصيد 0	- نشاط ممول ذاتيا - أرباح ومديونية ضعيفة

حصة السوق
توليد السيولة

المصدر:.G.Garibaldi, Op.cit, P :271 (بتصرف)

تعكس كل خانة من هذه المصفوفة وضعية الأنشطة المتواجدة فيها، وذلك على النحو التالي:

أ)- أنشطة النجمة les activités étoiles :

أو ما تسمى باللغة الإنجليزية Vedettes، حيث تتميز الأنشطة الموجودة في هذه الخانة بنسبة نمو عالية، بالإضافة إلى تمتعها بحصة معتبرة من السوق، فهـي إذا تقـوم توليـد المـوارد الماليـة واستهلاكها في نفس الوقت، إذا فهي تعتمد على فكرة التمويل الذاتي Autofinancement ولـذلك تعتبر مصدر ضمان جيد للسيولة المستقبلية.

ب)- أنشطة المأزق Les activités dilemmes :

تتميز الأنشطة الموجودة في هذه الوضعية بنمو عالٍ ونصيب ضعيف من السوق، فهي عبارة عن مستهلك من الدرجة الأولى للموارد المالية المتاحة دون توليدها. لكن تبقى هذه الأنشطة – رغـم خطورتها على الوضعية المالية للمؤسسة في المدى القصير- موردا كامنا للمؤسسـة فـي المسـتقبل، حينما تقرر هذه الأخيرة الاستثمار فيها، والتوسع أكثر في السوق من خلال تحويلها إلى أنشطة نجمـة Vedettes وبالتالي زيادة رقم أعمالها ومن ثم تحقيق موارد مالية معتبرة.

ج)- أنشطة البقرة الحلوب Les activités vache a lait:

تتميز الأنشطة المتواجدة في هذه الوضعية بأنها من قطاع يتميز بنمو ضعيف، لكنها تحتل جزءا معتبرا من السوق، وبالتالي فهي عبارة عن أنشطة ذات مردودية جيدة مولدة للموارد المالية في المدى القصير. فهي إذا عبارة عن الأنشطة التي توفر للمؤسسة السيولة اللازمة.

د)- أنشطة البطة العرجاء Les activités poids morts:

تتميز هذه الأنشطة المتواجدة في هذه الوضعية بخمول على المستويين، فهي تشهد ضعفا في النمو من جهة، وضعفا في احتلالها لحصة من السوق من جهة أخرى، فهي إذا لا تؤثر على المؤسسة من الناحية المالية، باعتبارها غير مولدة للموارد وغير مستهلكة لها.

ومن أهم ما يمكن ملاحظته على هذه الطريقة :

- السهولة في تحليل المصفوفة لاحتوائها على متغيرين (سطرين وعمودين)؛
- دمج بعدين أساسيين في إعداد الاستراتيجية، هما البعد المالي والتسويقي؛
- رغم أهمية حصة السوق في تأثيرها على المردودية ، إلا أنها ليست المحدد الوحيد لذلك ، فهناك عناصر أخرى يمكن أن تؤثر فيها مثل (التكنولوجيا، النوعية، التجديد...الخ)، فهنا يظهر قصور هذه الطريقة، لتفسح المجال لظهور طرق أخرى تدعى بالطرق متعددة المعايير مثل ADL ....؛
- يرتكز التحليل في هذه الطريقة على الأوضاع الإيجابية فقط، أما عن الحالات المتأزمة فهو يستبعدها[35].

لكن رغم ذلك، تبقى هذه الطريقة من بين أهم الطرق في تحديد الوضعية الاستراتيجية للمؤسسة، والتي تساعد الخبير المقيم في معرفة موقع المؤسسة، ومقدرتها على خلق موارد مالية آنية و/أو مدى إمكانية ضمانها مستقبلا (المردودية في المدى المتوسط و الطويل). فقيمة المؤسسة تتأثر بموقع ووضعية النشاطات الجزئية في هذه المصفوفة. وتكون المؤسسة في حالة جيدة عندما تتمتع بالتوازن على مستوى هذه المصفوفة .

3-3-2-2: طريقة (ADL) Arthur D.Little

أعدت هذه الطريقة من طرف مكتب استشارة أمريكي منافس لـ " مجموعة بوسطن للاستشارات"BCG ، حيث تشترك هذه الطريقة مع هذه الأخيرة في النقاط الأساسية من حيث :

- تقسيم أنشطة المؤسسة إلى أنشطة جزئية؛
- معرفة الوضعية التنافسية للنشاط، ومن ثم تقييم الآثار المالية لكل وضعية معينة.

إن ما يميز هذه الطريقة عن طريقة "مجموعة بوسطن للاستشارات" BCG هو أنها أكثر تحليلا وتجزيئا عنها، حيث تقوم بفحص عاملين وهما[36]:

- مدى نضج النشاط الجزئي Métier (دورة حياة المنتج).
- الوضعية التنافسية.

وتختلف عن طريقة "مجموعة بوسطن للاستشارات"BCG في كونها تختار معايير أخرى لتقييم الوضعية التنافسية للمؤسسة، وبالتالي فحسب هذه الطريقة لا يمثل معيار احتلال حصة من السوق لوحده الوضعية التنافسية، بل هناك معايير أخرى تؤثر فيها، مثل نقاط القوة ونقاط الضعف من

---

[35])- عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سبق ذكره، ص 157.

[36])- K.Hamdi, Op.Cit, Page 95.

الناحية الإنتاجية، التسويقية، التموينية والتوزيعية. أما بالنسبة للمحور الآخر المتعلق بتقييم نمو القطاع، فقد اعتمدت هذه الطريقة على دورةحياة المنتج، والتي تتمثل في الانطلاق، النمو، النضـج والـزوال. وعليه، تعتمد هذه الطريقة في تحليلها على مصفوفة تتكون من أربعة أعمدة وخمسة أسطر.

الشكل (02-04): مصفوفة ADL



مرحلة الحياة / الوضعية التنافسية	انطلاق	النمو	النضج	الزوال	
	استثمارات عالية (قوية)		استثمارات ضعيفة		
سيطرة	احتياج / توازن	توازن	فائض	فائض	مردودية عالية
قوية	احتياج / توازن	توازن	فائض	فائض	
ملائمة	احتياج	توازن	فائض / توازن	فائض	مردودية ضعيفة
غير ملائمة	احتياج	احتياج	توازن	توازن	
هامشية	احتياج	احتياج	احتياج / توازن	فائض / احتياج	

المصدر: G.Chareaux, Gestion Financière (DECF), 3eme édition, Litec, Paris, 1991,P :422.

ولفهم هذه المصفوفة يجب معرفة أهم خصائص الأوضاع التنافسية لمصـفوفة ADL والتـي يمكن استعراضها في الجدول التالي :

الجدول (02-01) : تقسيم الوضعية التنافسية حسب مصفوفة ADL

الوضعية	الخصائص
1- مسيطرة Dominante	* القدرة على مراقبة عادات وتصرفات المنافسين (فيما يخص الأداء أو استراتيجياتهم) . * توفر عدة اختيارات استراتيجية مستقلة عن المنافسين .
2- قوية Forte	*القدرة على الاختيار بين الإستراتيجيات المتاحة بدون تعريض وضعيتها التنافسية للخطر في المدى الطويل .
3- ملائمة Favorable	* توفر عناصر قوة Atouts قابلة للاستغلال تسمح بوضع إستراتيجيات للمؤسسة. * تملك حظوظ جيدة تستطيع من خلالها تثبيت وضعيتها التنافسية على المدى الطويل .
4- غير ملائمة Défavorable	*تتوفر على أداء كاف يسمح لها باستمرارية أنشطتها . * تتوفر على حظوظ متوسطة (أو أقل من المتوسط)، تسمح لها بتثبيت وضعيتها التنافسية في المدى الطويل .
5- هامشية Marginale	* تتوفر على أداء غير كاف في الوقت الحالي، لكن هناك إمكانية تحسين وضعيتها التنافسية . * يمكن أن تشهد وضعية تنافسية أحسن، لكن تتوفر على ضعف كبير. *يمكن أن تبقى وتحافظ على نفسها في المدى القصير، لكن يجب تحسين وضعيتها كي يتسنى لها البقاء في المدى الطويل.

المصدر : K.Hamdi,op.cit, P : 97

ومن أهم الملاحظات التي يمكن استنتاجها حول هذه الطريقة أنها:

- طريقة تتميز بالمرونة وكثرة المعطيات التي تعتمد عليها، فهي أكثر ثراء من مصفوفة BCG، وبالتالي فهي أكثر تحليلا من هذه الأخيرة على مستوى الوضعية التنافسية ونمو القطاع .
- تعتبر كيفية بالمقارنة مع مصفوفة BCG التي تعتبر كمية، فمصفوفة ADL تضم العوامل الكيفية والكمية بالنسبة للمنافسين .
- إدخالها لعوامل أخرى للنجاح غير الوضعية في السوق المتمثلة في عامل التموين، عامل الإنتاج وعامل التجارة[37].
- تميزها بالتعقيد عكس مصفوفة BCG وذلك لكثرة المعطيات، فهي عبارة عن مصفوفة (5x4) وهذا ما يجعل فهمها وترجمة مختلف الوضعيات التي تنتج عنها أمرا صعبا .
- تعدد التحاليل والتساؤلات حول العوامل المؤلفة للوضعية الاستراتيجية .
- احتياجها لكم معتبر من المعلومات، يصعب أحيانا توفيرها .

تساعد هذه المصفوفة الخبير في تزويده بالمعلومات عن وضعية المؤسسة التنافسية، ومن ثم انعكاسها على قيمتها، فتواجد أنشطتها في مناطق الفائض والتوازن هي الأفضل.

[37])- عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سابق، ص159.

3-3-2-3: طريقة "مكتب ماكينزي للاستشارات" McKinsey

اعتمدت وطورت هذه الطريقة من طرف المكتب الاستشاري McKinsey لصـالح شـركة الكهرباء العامة General Electric في أوائل السبعينات، حيث يرتكز تحليل هذه الطريقـة وتقييمهـا على متغيرين وهما :

- قيمة مجال النشاط الاستراتيجي DAS؛
- قيمة الوضعية التنافسية.

ولذلك فهي تعتمد في تحليلها على مصفوفة تتكون من ثلاثة أعمدة وثلاثة أسطر[38].

الشكل (02-05): مصفوفة ماكينزي MC KINSEY

الوضعية التنافسية	قوية	متوسطة	ضعيفة
قـويـة	A	A	B
متوسطـة	A	B	C
ضعيفـة	B	C	C

جذب النشاط

A: استثمار في ميادين مفيدة نامية

B: حصد من ميادين مفيدة متوسطة

C: اختيار ميادين غير مفيدة

المصدر : عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سابق، ص 163.

ويمكن ملاحظة النقاط التالية حول هذه الطريقة :

- غناها بالمعلومات لتوفرها على عدة أوضاع، على غرار طريقة ADL ؛
- تميزها بنوع من المرونة في التحليل؛
- صعوبة توفير جميع المعلومات المطلوبة ؛
- فتح عدة تحاليل و تساؤلات حول عوامل بناء الوضعية الاستراتيجية بسبب تعدد الحالات.

2-4: التشخيص المالي

يقصد بالتشخيص المالي، تلك الدراسة المنهجية للمعلومات المحاسبية والمالية لمؤسسة معينـة، وذلك من أجل معرفة وضعيتها المالية وفهم تطورها[39]. فهو يهدف، بصفة عامة، إلى إجـراء فحـص للسياسات المالية المتبعة من طرف المؤسسة في دورة أوفي عدة دورات متعددة من نشاطها، وذلك عن طريق الدراسة التفصيلية للبيانات المالية، لفهم مدلولاتها ومحاولة تفسـير الأسـباب التـي أدت إلـى ظهورها، مما يساعد على اكتشاف نقاط الضعف والقوة في السياسات المالية التي تعمل فـي إطارهـا المؤسسة[40].

[38])- K.Hamdi, Op.Cit, P: 98.

[39])- E.Cohen, Analyse financière, 2eme Edition, Ecomonica, Paris, P. 251.

[40])- ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الأول: تحليل مـالي، المصـدر transt، الجزائـر، 1990، ص:11.

يعتمد التشخيص المالي اعتمادا كليا على مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، خاصة منها الميزانية وجدول حسابات النتائج، ويستفاد من الميزانية المحاسبية عند تحويلها إلى ميزانية مالية أو اقتصادية، قصد تقسيمها إلى مجمعات كبرى تفيد التحليل المالي، مثل الأموال الدائمة (الأموال الخاصة + ديون متوسطة وطويلة الآجل)، القيم الثابتة (الأصول التي تبقى في حوزة المؤسسة أكثر من سنة)، المتاحات، القيم المتداولة، ديون قصيرة الأجل ... الخ.

ومنه، فإن الخطوات المتبعة في التشخيص المالي هي كالآتي[41]:
- تحليل تطور عناصر الميزانية وجدول حسابات النتائج (من ثلاث إلى خمس سنوات)، فيما يخص النمو، المردودية، الاحتياج لرأس المال العامل، بنية الميزانية؛
- إعادة ترتيب النتائج؛
- حساب النسب الأساسية في التشخيص المالي؛
- تحليل السياسة المالية المتبعة من طرف المؤسسة فيما يخص تكلفة رأس المال وأثر الرافعة.

ومما سبق، يسمح التشخيص المالي للخبير بمعرفة العناصر التالية :

2-4-1- التوازنات المالية الكبرى:

وذلك من خلال تحليل المؤشرات التالية ودراستها:

ـ رأس المال العامل الصافي لعدة سنوات :

والذي يمثل الجزء غير المستعمل من الأموال الدائمة (رأس المال الخاص + الديون طويلة ومتوسطة الآجل) في تمويل القيم الثابتة (الأصول لأكثر من سنة)[42].

وتحسب بالعلاقة :

رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة - القيم الثابتة

ـ احتياج رأس المال العامل :

والذي ينتج عن عدم توافق الدوران المرتبط بدورة الاستغلال بين موارد التمويل الدورية والمتمثلة في الديون قصيرة الآجل من جهة، والاستخدامات الدورية والمتمثلة في القيم المتداولة (المخزونات، الحقوق)[43].

ويحسب بالعلاقة :

احتياج رأس المال العامل = (القيم المتداولة – المتاحات) – الديون قصيرة الأجل

ـ القدرة على الاستدانة[44]:

يمكن معرفة مقدرة المؤسسة على الاستدانة من خلال نسبة المديونية (نسبة الاستقلالية المالية) التي يمكن حسابها بمقارنة الأموال الخاصة بالأموال الخارجية وتسحب بالعلاقة :

الأموال الخاصة \ مجموع الديون أو (رأس المال الخاص \ مجموع الخصوم)

2-4-2- مردودية المؤسسة :

تحسب مردودية المؤسسة من خلال ما تحققه الأموال الموضوعة تحت تصرفها من عوائد والتي تمثلها النتيجة الصافية. إلا أن هذه القيمة لا تبين لنا العائد الحقيقي إلا بالمقارنة النسبية لها مع

41)- J.Brilman et C. Marie, OP.Cit, P :43.
42)- K.Hamdi, OP.Cit, P: 115.
43)- Ibidem, P.116.
44)- ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الأول: تحليل مالي، مرجع سابق، ص :54.

الأموال المستعملة (أي بمقارنة عناصر جدول النتائج مع عناصر الميزانية). وهناك عدة نسب للمردودية، لذلك سنقتصر على الآتي[45]:

- مردودية الأموال المستثمرة : تمثل هذه النسبة المردودية الناجمة عن استعمال كل الموارد المالية المتاحة لها (أي كل من الأموال الخاصة والقروض التي عليها فوائد)، والتي تبين عوائد رأس المال المستعمل.
- الهامش الإجمالي: يظهر هذا المجمع بالنسبة للمؤسسة التجارية، فهو يتيح لنا المقارنة بينها وبين مؤسسات أخرى تعمل في نفس القطاع.
- القيمة المضافة :يظهر هذا المجمع بالنسبة للمؤسسة الإنتاجية أو التجارية، فهو يتيح لنا المقارنة بينها وبين مؤسسات تعمل في نفس القطاع، كما أنها تفيد أكثر من خلال حساب نسبة التكامل العمودي*، كما يمكن استعمالها لحساب عدة نسب مهمة مثل طريقة توزيعها على عوامل الإنتاج .

2-4-3- دورة الاستغلال :

يهتم المقيم بسرعة دوران عناصر دورة الاستغلال، لكي يعرف إمكانية تحقيق أرباح من خلال التسيير الجيد لها، وتتكون عناصر دورة الاستغلال من :

- دوران المخزون :

تسعى المؤسسة لمحاولة تسريع دورانه، فكلما كان دوران مخزون المؤسسة سريعا كلما كان ذلك جيدا لتوازنها المالي من خلال تقليل احتياجات دورة الاستغلال، هذه الاحتياجات التي من أحد مسبباتها تراكم المخزون في المؤسسة (بطء تحولها إلى سيولة ضمن دورة الاستغلال) .

- قروض الزبائن والموردين :

يؤثر كل من دوران قروض الزبائن والموردين على التوازن المالي للمؤسسة، خاصة ما يتعلق باحتياجات وموارد دورة الاستغلال، فكلما كانت فترة قرض الزبائن أقل كلما كان ذلك مؤشراً جيدا على مساهمته في تقليل احتياجات دورة الاستغلال، والعكس صحيح بالنسبة لقرض الموردين، فكلما كانت فترته أطول أدى ذلك إلى الزيادة في موارد دورة الاستغلال.

وفي الأخير نرى أن مجمل هذه الإجراءات والطرق تبحث عن نقاط الضعف التي تتميز بها مختلف النشاطات الجزئية للمؤسسة. ورغم اختلاف هذه الطرق وتمايزها، إلا أنها تتيح للخبير معرفة النقاط الإيجابية والسلبية، وبالتالي تأثيرها على النتائج المستقبلية للمؤسسة. كما نرى أهمية التشخيص المالي الذي يوضح إلى أي مدى يمكن للمؤسسة أن تضمن ديمومتها المالية وإمكانياتها لخلق موارد مستقبلية. من هذا كله تتضح لنا أهمية التشخيصين في الكشف عن الطاقات الكامنة التي تتوفر لدى المؤسسة - إظهار حكم عام عن وضعية المؤسسة - التي تفيد وتزود الخبير بالمعلومات الكافية لقيامه بعملية التقييم، خاصة منها تلك التي ترتكز على المردودية التي تتيح له في النهاية إعطاء قيمة موضوعية تتناسب ووضعيتها وقدرات المؤسسة الكامنة والمتاحة.

---

[45])- نفس المرجع، ص: 58.

* - حيث تحسب نسبة التكامل العمودي على النحو الآتي : القيمة المضافة \ الإنتاج، حيث تبين مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها.

خلاصة واستنتاجات:

لا يمكن أن تتم عملية التقييم باختلاف طرقها وتعددها، ما لم تتوفر مجموعة من الوثائق والمعلومات عن المؤسسة المراد تقييمها، والتي تلعب دورا مهما في تزويد الخبير بكل صغيرة وكبيرة؛ عن ماضيها والذي يمكن أن يستقى من القوائم المالية والمحاسبية أي من خلال نظام المعلومات المحاسبي، وعن إمكانيتها الموجودة حاليا وذلك من خلال المعلومات الأخرى كالخبرة العقارية، والزيارات الميدانية بالإضافة - بالطبع - إلي نظام المعلومات المحاسبي. لذلك، يمكن أن ترتب مصادر المعلومات التي يعتمد عليها التقييم إلي قسمين اثنين وهما:

- المعلومات والوثائق المنبثقة من نظام المعلومات المحاسبي؛
- المعلومات والوثائق المستقاة من خارج نظام المعلومات المحاسبي (كالزيارات الميدانية، المعلومات التقنية والتجارية، الخبرة العقارية ، المعلومات المتعلقة بالمسيرين ...).

تلزم طرق التقييم المعتمدة على التوقعات بشأن العوائد والتدفقات، الخبير الاعتماد على تشخيص وضعية المؤسسة لمعرفة نقاط الضعف ونقاط القوة من جهة، والطاقات الكامنة التي تتمتع بها من جهة أخرى، لأن هذه الأخيرة من شأنها التأثير على العوائد والتدفقات المستقبلية للمؤسسة، ومن ثم مساعدة الخبير بالخروج بقيمة موضوعية لها. من هنا تبرز أهمية ودور التشخيص في إنجاح عملية التقييم، خاصة منها تلك التي تعتمد على التوقعات.

يعتبر جمع المعلومات وعملية التشخيص من المراحل الهامة ضمن مسار ما يعرف بمخطط العمل، إذ لا يمكن لعملية التقييم أن تعرف نجاحا ما لم يضع ويسطر الخبير مخطط العمل ويسير وفقه، باعتباره يمثل منهجية واضحة مبنية على تسلسل منطقي، تساعده في تجنب هدر الوقت والوصول إلى قيمة للمؤسسة مبررة موضوعيا في نظر أصحاب المهنة والمهتمين بعملية تقييم المؤسسة. وتتمثل خطوات مخطط العمل في تحديد المهمة من خلال تحديد القصد من عملية التقييم ومعرفة وضعية المؤسسة وطبيعة طالب التقييم، ثم جمع المعلومات والوثائق من مصادر داخلية وخارجية عن المؤسسة، لتليها عملية التشخيص، ثم اعتماد طرق التقييم المناسبة واستبعاد غير المناسبة، وفي الأخير الخروج بالقيمة أو مجال القيم الذي ينتج عنه تقييم المؤسسة. إذ تبين جميع هذه المراحل ضمن تقرير التقييم الذي يرفع لطالب عملية التقييم، القصد منه تبرير القيمة المتوصل إليها بشأن المؤسسة.

الفصل الثالث: طرق تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض

المبحث الأول: طرق التقييم المرتكزة على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول).

المبحث الثاني: طرق التقييم المرتكزة على العائد / التدفقات - مقاربة التوقعات.

المبحث الثالث: الطرق المرتكزة على فائض القيمة GOOD WILL.

المبحث الرابع: اختيار نموذج التقييم الملائم في ظل تعدد طرق التقييم.

الفصل الثالث: طرق تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض

تتعدد مناظير وطرق تقييم المؤسسة حسب ما جاء به الفكر المحاسبي والمالي، مما يجعل المعنيين بعملية القياس أو من ينوب عنهم (الخبراء) أمام ترسانة من الطرق، تحتم عليهم اختيار الأنسب منها بما يخدم أهدافهم.

وتتمثل أغلب طرق التقييم المطبقة في المؤسسات في صيغ رياضية بحتة Formules والتي لا تطرح مشاكل في حسابها، بقدر ما تطرحه في إيجاد المعطيات المكونة لها في ظل تعددها (تعدد المداخيل، معدل الاستحداث ...). يضاف إلى ذلك، الاختلافات الموجودة من حيث المبدأ في الطرق المستعملة في حد ذاتها، فهناك طرق تعتمد على منظور الذمة المالية للمؤسسة (الميزانية)، وأخرى تعتمد على المنظور المرتكز على ما ستدره المؤسسة و/أو أسهمها في المستقبل من عوائد وتدفقات، إضافة إلى طرق تعتمد على منظور الفائض. ففي ظل ذلك تبرز إشكالية إيجاد القيمة المناسبة للمؤسسة في ظل هذا التباين والاختلاف في مناظير وطرق تقييم المؤسسات.

وعليه فإن استعراض طرق قياس القيمة يهدف إلى إبراز أهم الاختلافات بينها من خلال دراستها ضمن المناظير المنتمية إليها، بحيث أن كل منظور أو طريقة قد تكون صالحة لمؤسسة دون أخرى، كما أنها قد تكون صالحة في ظرف لنفس المؤسسة دون آخر، باعتبار أنها مبنية على فرضيات مختلفة؛ وذلك تبعا لنوع المؤسسة وخصوصياتها وكذلك الهدف من وراء تقييمها (الطرف المعني بقياس القيمة) وكذا محيطها الذي تنشط فيه. وبالتالي فالتقييم الموضوعي هو الذي يأخذ في الاعتبار طرق التقييم المناسبة ويستبعد غير المناسبة في ظل مخطط العمل الذي بيناه في الفصل السابق. لكن لن يعرف الخبير بالطرق المناسبة من غير المناسبة منها، إلا إذا كانت لديه إحاطة شاملة بمختلف المناظير والطرق المستعملة في التقييم، والتي نود أن نستعرضها في هذا الفصل.

المبحث الأول: طرق التقييم المرتكزة على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول)[1]

إن الغرض من استعمال طرق التقييم المعتمدة على الذمة المالية أو الأصول هو إعطاء المؤسسة قيمة إجمالية منطلقة من منظور الاستمرار في الاستغلال[2]، الذي يهم جميع الأطراف المعنيين بعملية التقييم قصد تحقيق أهدافهم المختلفة. إضافة إلى ذلك تتميز هذه الطرق بالسهولة، الموضوعية والواقعية النسبية، لاعتمادها على معطيات فعلية.

يتم تسجيل عناصر الميزانية وفق مبدأ التكلفة التاريخية، الأمر الذي ينعكس مع مرور الوقت على حقيقة قيمة العناصر التي تدوم طويلا في الميزانية، خاصة منها الاستثمارات والديون متوسطة وطويلة الأجل، حيث يجعلها أقل تعبيرا عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة (التنافي مع مبدأ الصورة الوفية)، وذلك في ظل[3]:

- تدني قيمة النقود؛
- طبيعة نماذج الاهتلاك المطبقة التي تسمح بها مصلحة الضرائب؛
- الارتفاع المستمر لأسعار لبعض العناصر (الأراضي بالأخص) في السوق؛
- طبيعة طرق التسجيل المحاسبي المعتمدة، التي من شأنها إحداث فروقات بين الميزانية المحاسبية والميزانية الاقتصادية (الحقيقية) .

---

[1])- الاعتماد لإثراء هذه النقطة على: هواري سويسي، مرجع سابق، ص ص:83-106.

[2])- R.Pirolli, l'évaluation des entreprises dans les opérations de concentration, Editions Masson, Paris, 1981, P :126.

[3]) J.Brilman. et C.Maire, OP.Cit, P : 135.

ومادام الحال كذلك، وجب إجراء تصحيح لمختلف مراكز الميزانية لجعلها موافقة للقيمة الحقيقية الحالية، لكي تكون أكثر واقعية وموضوعية، ولهذا الغرض يستعمل مفهوم الأصل الصافي المصحح L'Actif Net Corrigé، بحيث ينطلق من تقييم منفصل لكل أصل وخصم للوصول إلى قيمة الأصل الصافي المصحح. وعلى هذا الأساس، نجد أنه على مستوى كل أصل أو خصم مستحق يطرح مشكل تقييمه، الأمر الذي يستدعي الانسجام في عمليات التقدير حتى وإن كان هناك اختلاف في الطرق المستعملة.

وبما أن المؤسسة تعتمد على مفهوم الاستمرارية في النشاط، فإن عناصر الذمة المالية الموجهة للاستغلال تقيم بقيمة الاستعمال، أما بالنسبة للعناصر غير الضرورية للاستغلال فهي لا تؤخذ بعين الاعتبار، لذا فهي تقيم بصورة منفصلة بواسطة قيمة السوق Valeur vénale . كما تضاف لقيمة الأصل المحاسبي الصافي المصحح المستخرج من عناصر الذمة المالية، الآلات والمعدات المحصل عليها عن طريق القرض الايجاري[4]. وعليه تحسب قيمة الأصل الصافي المحاسبي المصحح على النحو التالي :

الأصل الصافي المحاسبي المصحح = الأصل المصحح – الخصوم المستحقة المصححة

يجب لحساب قيمة المؤسسة عن طريق الأصل الصافي المصحح القيام بتعديلات من شأنها إعطاء قيم حقيقية لمختلف عناصر الميزانية، بدلا من قيم محاسبية. وذلك بالقيام بإحصاء دقيق، كمي، نوعي ومفصل لكافة عناصر الميزانية. ولهذا الغرض سنقوم بدراسة مختلف طرق تقييم مراكز الميزانية، مميزين بين عناصر الاستغلال والعناصر خارج الاستغلال.

1-1 : عناصر الاستثمارات المادية

تتمثل العناصر المادية أساسا في الأراضي والمباني والآلات ومختلف تجهيزات الإنتاج المتواجدة بالمؤسسة، حيث يمكن أن تكون خارج الاستغلال أو ضرورية له. فبالنسبة للعناصر الأولى لا يتم إدخالها في حساب الأصل الصافي المصحح، وإنما تعتبر خزينة متاحة يمكن الاستفادة منها فيما بعد[5]:

- قصد تمويل دورة الاستغلال للمؤسسة، أو تمويل استثمارات الاستغلال المستقبلية ؛
- أو يستفيد منها مشتري المؤسسة في تمويل شرائها.

وتقيم هذه العناصر غير الضرورية للاستغلال بقيمة السوق الصافية، وذلك على النحو التالي[6]:

القيمة السوقية الصافية = سعر البيع– تكلفة الإنجاز– الضريبة على فائض القيمة

أما بالنسبة للعناصر الضرورية للاستغلال، فهي تلك العناصر الموجهة لتبقى تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة، بحيث يتم إدخالها في حساب الأصل الصافي المصحح على أساس قيمة الاستعمال.

ويمكن استعراض العناصر المادية على النحو التالي :

---

[4])- H.Mauguiere, L'évaluation des entreprises non cotées, Bordas, Paris, 1990, P : 19.

[5])- J. Brilman et C. Maire., OP. Cit, P : 136.

[6])- Idem.

1 - 1 - 1 :الأراضي

يجب التأكد، قبل الشروع في تقييم مفصل وشامل لهذا النوع من الأصول، من أن كل قيم الأراضي التي بحوزة المؤسسة مسجلة في حساباتها، وهذا لن يتأتى إلا من خلال مراجعة الحسابات Audit . ذلك أنه قد يحدث أحيانا دمج القيمة الدفترية للأراضي المبنية مع قيمة المبنى، الأمر الذي يدعوا إلى استدراك هذا الخطأ المحاسبي بالتفرقة بين قيمتيهما. وكخطوة ثانية، يجب على الخبير تصنيف الأراضي حسب اختصاصاتها للتمييز بين المخصصة للاستغلال وغير الضرورية للاستغلال، لتمكنه من حساب الأصل الصافي المحاسبي بدقة[7].

1-1-1-1: طبيعة الأراضي

1-1-1-1-1- الأراضي الشاغرة :

ترتبط قيمة هذا النوع من الأراضي بعدة معطيات، منها: الموقع المحتل، العرض والطلب في سوق العقار، قيود تنظيم العمران، رخصة البناء[8]، طبيعة الأرض (صناعية، فلاحية، منجمية...)، مدى قابليتها للبقاء والمحيط الذي تتواجد فيه (وسائل النقل، مراكز النشاط). إذ يجب على الخبير الإحاطة بها لكي تتيح له تقديرا جيدا. ويتم تقدير قيمتها إما بواسطة المكاتب المتخصصة أو قيام الخبير بالتحري عنها لدى المكاتب العقارية والموثقين، بالإضافة إلى إمكانية مقارنتها بقيمة الأراضي المجاورة التي لها نفس المميزات والخصائص.

1-1-1-1-2- الأراضي المبنية :

تخضع الأراضي المشغولة بالبنايات لتخفيض جزافي، ناتج عن وجود هذه الأخيرة عليها، المقدر بحوالي 30 % حسب "بريلمن ومار"9.

1-1-1-1-3- الأراضي المؤجرة Les terrains loués10 :

يجب في حالة تأجير المؤسسة لقطعة أرض للغير الأخذ بعين الاعتبار مجمل التعويضات التي يمكن للمستأجر أن يفرضها في حالة توقيف التأجير عنه.

1-1-1-2: طرق التقييم

توجد طريقتان أساسيتان لتقييم الأراضي وهما :

1-1-1-2-1- التقييم بواسطة سعر المتر المربع :

يتم تقدير الأراضي الموجهة للاستغلال وفق هذه الطريقة بواسطة المقارنة مع أراض تملك نفس المميزات من حيث (النوعية، المساحة،...). أما بالنسبة للأراضي خارج الاستغلال فهي تقدر بسعر السوق. ولتطبيق هذه القاعدة يجب التمييز أيضا بين الأراضي الشاغرة والمبنية، باعتبار أن هذه الأخيرة تخضع لتخفيض جزافي مقابل البناية التي تشغلها. ومنه، فإنه يمكن الحصول على قيمة الأرض بمعرفة سعر المتر المربع وضربه في مساحتها.

---

[7])- J.Alla, l'évaluation des entreprises de la théorie a la pratique, Editions cayas, Paris, 1978, P :86.
[8])- J. Brilman et C. Maire., OP.Cit, P : 137.
[9])- Idem.
[10])- Ibidem, P: 138.

1-1-1-2-2- التقييم بواسطة التكلفة العقارية11:

تستعمل هذه الطريقة للأراضي المبنية، ومفادها أن التكلفة العقارية لمبنى معين تتكـون مـن سعر الأرض، أتعاب الأخصائي في مسح الأراضي Géomètre، وكل المصاريف المتعلقة بالتهيئـة والرسوم المتعلقة بالمشروع. وحسب هذه الطريقة يمكن حساب قيمة الأرض انطلاقا من نسبة التكاليف العقارية من سعر تكلفة المتر المربع المبني، ويمكن معرفة التكلفة العقاريـة للمتـر المربـع الواحـد بواسطة البحث عن بنايات أنجزت حديثا في المناطق المجاورة. وعليه يتم حساب قيمة الأرض المبنية على النحو التالي :

قيمة الأرض = قيمة التكاليف العقارية للمتر المربع × مساحة الأرض

1-1-2 : المباني

تتمثل المباني المخصصة للاستغلال أساسا في؛ الورش ، المخازن، مكاتب / المقر؛ ومكاتـب / المصانع.12 حيث ترتبط قيمتها بقيمة الاستعمال Valeur d'usage. وتتحدد هذه الأخيـرة بنـوع البناء وطريقته ومدى قدم المباني ... ، ويمكن حسابها انطلاقا من منظورين وهما :

1-1-2-1: منظور قيمة إعادة البناء

يرتكز هذا المنظور على نوع المبنى الضروري للنشاط، وبالتالي على قيمة الاسـتعمال لأنـه يدخل في عملية الاستغلال. تحسب قيمته بدلالة استعماله أي بالمقارنة مع مبنى آخر جديد لـه نفـس المميزات والمردودية والنشاط، لذلك تدعى هذه الطريقة أيضا بالقيمة الجديدة Valeur à neuf*.

ومنه يمكن معرفة سعر تكلفة المتر المربع من خلال مقارنة المبنى المراد تقييمه بمبنى آخـر جديد له نفس المميزات والنوعية والأداء إلى حد بعيد، وبعد ذلك يمكن إيجاد قيمة المبنى آخـذين فـي الاعتبار القدم وكذلك الامتلاك Appropriation، على النحو التالي13:

القيمة الاستعمالية للمبنى = المساحة المبنية × تكلفة البناء للوحدة × معامل الامتلاك × معامل القدم

1-1-2-2: منظور قيمة الحيازة

يمكن أن تقتصر المباني على نشاط معين، إذ لإنجازها قامت المؤسسة بعدة استثمارات وأشغال عبر عدة سنوات، فحسب هذه الطريقة يقوم الخبير بتحيين** التكاليف المتعلقة بكل سـنة مـع تطبيـق معدلي القدم والامتلاك، للحصول على القيمة الجديدة للمباني للسنة[14]، وبعد ذلك يتم جمع مختلف هذه القيم الخاصة بمختلف سنوات إنجاز المباني للوصول للقيمة الجديدة للمباني وفق منظور قيمة الحيازة .

---

[11])- A.Choinel., OP.Cit, P : 63.

[12])- J.Brilman et C. Maire., Op.cit, P : 138.

* - حدث تغيير سريع لهذه الطريقة تمثل في استبدال قيمة البناء الجديدة La valeur à neuf بقيمـة الاسـتبدال La valeur de remplacement المحسوبة من طرف مكاتب الخبرة للتأمين. في:

- Ibidem, P :139.

[13])- Ibidem, P :139.

** - حيث يتم هذا التحيين بواسطة مؤشرات تخص تكلفة البناء لكل سنة معينة.

[14])- Idem.

1 - 1 - 3 : المعدات والاستثمارات الأخرى

لا تختلف الطرق المستعملة في هذا النوع من الاستثمارات عن سابقاتها المطبقة في المباني، والتي يمكن أن نبينها على النحو التالي :

1-1-3-1: قيمة الاستعمال[15]

تتمثل قيمة الاستعمال في تقييم الأصول انطلاقا من القيمة الجديدة La valeur à neuf المصححة بواسطة تطبيق معاملات تأخذ في الحسبان قيمة الحياة المتبقية للآلة، هذه الأخيرة التي يتم تقديرها من خلال معدل الاستخدام ومدى أهمية صيانتها. وعليه يمكن حساب هذه القيمة انطلاقا من إعادة تقييم القيمة المحاسبية مع معرفة القيمة الجديدة La valeur à neuf ، التي يمكن الحصول عليها من طرف خبراء التأمين.

$$\text{قيمة الاستعمال}^{**} = \frac{\text{القيمة المحاسبية الصافية} \times \text{القيمة الجديدة}}{\text{القيمة المحاسبية الإجمالية}}$$

1-1-3-2: التقييم عن طريق المقارنة

يمكن القيام ببيع وشراء بعض الآلات في سوق الأدوات المستعملة ، حيث يتيح لجوء الخبير لهذا النوع من الأسواق البحث وإيجاد آلات من نفس نوع الآلة المراد تقييمها من حيث العلامة وطبيعتها. ورغم الصعوبات التي تكتنف هذه الطريقة من حيث إيجاد نفس مميزات الآلة، نجدها الطريقة الأكثر موضوعية. لذا على الخبير القيام بدراسة وافية ودقيقة لتحديد قيمة هذه الآلات من خلال إيجاد السوق المناسب للعلامة الخاصة بالآلات محل التقييم.

1-1-3-3: الطريقة غير المباشرة

أ) ـ تقيم الآلات وفق هذه الطريقة انطلاقا من تكلفة الحيازة، مع الأخذ في الحسبان عمرها الافتراضي (الحقيقي) وتطور مؤشر السعر.

حيث يمكن حسابها على النحو التالي[16]:

$$\text{قيمة الآلة} = \text{تكلفة الحيازة}\ (1 + \text{مؤشر السعر})^{*} \times \frac{\text{المدة المتبقية للاستعمال}}{\text{المدة الإجمالية للاستعمال}}$$

ب) ـ كما يمكن استعمال طريقة إعادة التقييم بواسطة تحيين تكاليف الاستثمارات المنجزة في عدة سنوات، باستخدام معدل إعادة تقييم (تحيين) ومعدل القدم. حيث يمكن استخدام هذه الطريقة لكل آلة على حدة، كما يمكن أن تستخدم لمجموعة من الآلات ذات طبيعة متجانسة[17].

1-1-3-4: الاستثمارات المحصل عليها عن طريق القرض الايجاري Leasing

يمثل القرض الايجاري أحد طرق تمويل الاستثمارات (المدى المتوسط والطويل)، بحيث تقوم مؤسسة متخصصة في هذا المجال أو بنك تجاري بشراء العتاد باسمه وتأجيره للزبون (المؤسسة) الذي

---

15) Brilman. J et Maire. C, OP.Cit, P : 140.

** - مع العلم أن هذه الطريقة تطبق عندما تكون الإهتلاكات المحاسبية مقاربة للإهتلاكات التقنية. أما والحال ليس كذلك فمن الواجب القيام بتعديلات عليها.

16) Gilbert Angenieux, Les fusions et l'évaluation des entreprises, Dunod, Paris, 1970 , P : 124.

* - حيث أن هذا المؤشر يقيس التدني الحاصل بين تاريخ الحيازة والسنة الحالية بالنسبة المئوية .

17)- J.Brilman. et C.Maire, Op. Cit, P : 140.

يحتاجه، وفي آخر المطاف عند استيفاء البنك لحقه بواسطة أقساط الإيجار، غالباً ما يتنازل عنه للمؤسسة .

لا تسجل الاستثمارات المكتسبة عن طريق القرض الايجاري محاسبياً، رغم أنها تدخل في الاستغلال المباشر للمؤسسة وذلك لعدم توفر الملكية (الفاتورة ...)، التي تعد شرطا لتسجيلها ضمن ملكية المؤسسة . لكن عند تقييم الأصول، يجب إدخال هذا النوع من الاستثمارات في ذمة المؤسسة كأي استثمار آخر، مع احتساب اهتلاكها، ولا بد من الأخذ بعين الاعتبار الأعباء الناتجة عن هذا القرض، فيتم تقييد المبلغ الأصلي في جانب الخصوم، أما بالنسبة للفوائد فيتم احتسابها ضمن حساب المصاريف المالية التي تدخل في الاستغلال (جدول حسابات النتائج).

2-1 : عناصر الاستثمارات المعنوية

لا تقتصر إعادة تقييم وتصحيح عناصر الميزانية على تقييم العناصر المادية فحسب، بل تشمل أيضا العناصر غير المادية والمتمثلة أساسا في حق الإيجار وحقوق الملكية الصناعية والتجارية. ويتميز هذان العنصران الأخيران بأن لهما قيمة خاصة بهما مستقلة عن المؤسسة، على عكس قيمة شهرة المحل المرتبطة بالمؤسسة، والتي تعبر عن فائض قيمة المؤسسة[18]. وسنتطرق لدراسة العناصر التي لها قيمة خاصة بها والتي تدخل ضمن حساب الأصل المحاسبي الصافي المصحح على النحو التالي :

1- 2- 1 : حق الإيجار Le droit au bail

تستند قيمة حق الإيجار على ناحيتين، فمن جهة على الحماية القانونية التي تسمح باستغلال محل تجاري، وعلى الإيجار المفروض من جهة أخرى[19]. يتوجب على الخبير عند تقييمه لهذا النوع من الأصول الأخذ في الحسبان الموقع الذي يحتله المحل وحجمه وكذا هيئته وشكله.

وتؤثر في قيمة حق الإيجار عدة عوامل منها[20]:

- مدى صلاحية المحل للتجارة من خلال موقعه (الوضعية، المحيط، النقل، موقف ...)؛
- خصائص المحل (أهميته وتهيئته، حالة الصيانة)؛
- طبيعة ونوع التجارة الممارسة في المحل؛
- الشروط القانونية والمالية للإيجار؛
- مدة الإيجار المتبقية؛
- مبلغ الإيجار ومقارنته مع القيمة التأجيرية الحقيقية لمحلات من نفس النوع .

ويمكن تقييم حق الإيجار بواسطة الطرق التالية :

1-2-1-1- طريقة المقارنة[21]:

يتم تقييم حق الإيجار وفق هذه الطريقة بضرب مساحة المحل بمعاملات ترجيحية تستقى تبعا لوضعية معينة، حيث نجدها تختلف من محل إلى آخر تبعاً لنوعه ووضعيته التي يوجد عليها، ليتم تحديد المساحة المصححة، وبعدها الحصول على قيمة حق الإيجار.

---

[18])- P.Vizzavona, OP.Cit, P : 11.
[19])- Idem.
[20]) J.Brilman. et C. Maire., OP.Cit, P : 177.
[21])- A.Choinel, OP.Cit, P : 77.

1-2-1-2- طريقة القيمة الحالية :

يعمل الخبير وفق هذه الطريقة على مقاربة الإيجار المتوقع (الحقيقي) من الإيجار النظري (العادي)، ويرسمل الفرق الناتج بينهما حتى نهاية فترة الإيجار[22]، وذلك بمعدل رسملة مساو للمعدل المعمول به في السوق المالية. كما يمكن لحق الإيجار الاستفادة من فائض قيمة يضاف إلى قيمته، نتيجة عامل الندرة أو بسبب العوامل السابقة الذكر[23].

1-2 -2 : حقوق الملكية الصناعية والتجارية

1-2-2-1: براءات الاختراع Brevet d'invention

تسلم براءة الاختراع على شكل شهادة لمن قام باكتشاف ويريد ضمان حق استغلاله لمدة وتحت شروط معينة، وتتغير قيمة البراءة حسب فائدتها التكنولوجية، فائدتها التجارية، امتدادها الممكن، المجال الجغرافي للحماية، ومدة حياتها المتبقية... الخ[24].

تتوفر للمؤسسة حالتان تجاه البراءة ، فإما أن تكون مالكة لها وقامت بالتنازل عنها، أو تحصلت عليها عن طريق الشراء.

1/- في حالة قيام المؤسسة بالتنازل عن استغلال البراءة لطرف آخر لمدة معينة مقابل الحصول على أقساط سنوية كحق لاستغلالها، تحسب قيمتها انطلاقا من استحداث هذه المجموعة من الأقساط السنوية المتساوية وذلك على النحو التالي :

$$\text{قيمة البراءة} = \frac{\text{القسط السنوي}}{(1+ع)} + \frac{\text{القسط السنوي}}{(1+ع)^2} + \dots + \frac{\text{القسط السنوي}}{(1+ع)^ن}$$

ومنه :

$$\text{قيمة البراءة} = \text{القسط السنوي} \times \frac{1 - (1+ع)^{-ن}}{ع}$$

حيث : ع : تمثل معدل الخصم ، ن : عدد السنوات

2/- أما في حالة حصول المؤسسة على البراءة، فإنها تدفع مبلغاً مقابل الانتفاع بها، وتحسب قيمة البراءة على النحو التالي :

قيمة البراءة = المبلغ المدفوع – الإهتلاك الاستثنائي

1-2-2-2: المهارة (الامتياز)

لا يحظى هذا النوع من القيم المعنوية - بالرغم من أهميته البالغة - بنفس الحماية القانونية التي تحظى بها البراءة وذلك راجع لما يكتنف مفهومها من غموض وإبهام، الأمر الذي انعكس على عدم إجماع الأخصائيين عليها في ميدان تعريف حقوق الملكية الصناعية. والامتياز شأنه شأن البراءة، إذ يمكن أن تحصل المؤسسة عليه أو تقوم بالتنازل عنه لصالح أطراف أخرى، ولذلك فهو يقيم بنفس الطريقة التي قيمت بها البراءة.

[22])- P.Vizzavona, Op. Cit, P : 11.
[23])- Ibidem, P : 12.
[24])- A.Choinel., OP.Cit, P : 80.

1-2-2-3: علامة الصنع

تحتوي هذه العلامة على كل الإشارات المميزة لمنتجات وخدمات مؤسسة عن نظيراتها المنتجة من طرف مؤسسات أخرى. وغالباً ما تكون العلامات أصولا مخفية، وبالتالي غير مسجلة محاسبيا، مما يستدعي إظهار قيمتها، لأنها تؤثر على قيمة المؤسسة، خاصة تلك التي تنشط في قطاع المنتجات ذات الاستهلاك الواسع[25].

1 - 3 : عناصر الأصول الأخرى

1 - 3 - 1 : المخزون

لابد من القيام بجرد حقيقي (مادي)، يسمح بالوقوف على القيمة الحقيقية لهذا النوع من الأصول وتصحيح الأخطاء الموجودة في المحاسبة، كما يجب التأكد من ثبات طرق تقييم المخزون.

يمكن أن نميز بين حالتين للمخزون لدى المؤسسات، وذلك حسب طول دورة الاستغلال من جهة، وسرعة دوران المخزون من جهة أخرى:

1/ ـ بالنسبة للمؤسسات التي تتميز بدورة استغلال قصيرة أو سرعة دوران مخزون يسمح بالتحول السريع إلى قيم قابلة للتحقيق، نجدها لا تطرح مشكلا في تقييم المخزون، وهذا ما نجده لدى المؤسسات التجارية وبعض المؤسسات الصناعية التي لديها دورة استغلال قصيرة وغير معقدة في الوقت نفسه.

2/ ـ بالنسبة للمؤسسات المتميزة بدورة استغلال طويلة (أحياناً أكثر من سنة) و/أو لديها أيضا دوران مخزون بطيء، نجدها تطرح مشكلا في التقييم، لذا لابد من القيام ببعض التعديلات على قيمها المحاسبية، مادامت التكلفة التاريخية هي أساس التقييم، خاصة في فترة التضخم. وتنطبق هذه الحالة على المؤسسات الإنتاجية التي تعمل بنظام الطلبيات (خاصة تلك التي تنشط في قطاع البناء والأشغال العمومية) وبعض المؤسسات التي تعاني صعوبات في تسويق منتجاتها (دوران المخزون بطيء).

كما يجب التعامل مع بعض الأنواع من المخزونات الموجودة بكميات معتبرة لدى المؤسسات بشكل خاص لتميزها بـ [26]:

ـ تعرض بعض المواد الأولية لتذبذب معتبر في أسعارها مثل (البترول، الكاكاو... الخ) أي المواد الأولية التي غالبا ما تحدد أسعارها في الأسواق الدولية (البورصات العالمية)؛

ـ أنها منتجات جارية (قيد الصنع) ليست لها قيمة سوقية.

يتم تقييم هذا النوع من الأصول عن طريق القيمة الحالية، وذلك عن طريق إيجاد سعر البيع المحتمل منقوصاً منه الهامش التجاري العادي ومصاريف التوزيع[27].

إضافة إلى ذلك، ينبغي أن تكون المؤونة المشكلة للمخزون قد تم حسابها بطريقة صارمة آخذة في الحسبان الخطر الجاري[28].

1 - 3 - 2 : الحقوق

تمثل الحقوق المجموع الذي اكتسبته المؤسسة نتيجة علاقاتها التجارية والمالية بالغير، فهي إذاً تمثل أموال المؤسسة لدى الغير. وسنقوم بالوقوف -على سبيل المثال لا الحصر- على بعض الحقوق التي نراها تكتسي أهمية بالغة في المؤسسة والتي هي على النحو التالي:

---

[25])- Idem.
[26])- Ibidem, OP.Cit, P : 83.
[27])- A.Choinel., Op.Cit, P : 83.
[28])- J.Birlman et C.Maire, OP.Cit, P : 143.

1-3-3: سندات المساهمة

تقوم المؤسسة أحيانا باستثمار أموالها لدى الغير، وذلك بالمساهمة في بعض المؤسسات عن طريق شراء بعض أسهمها أو نسبة كبيرة منها، الأمر الذي ينتج عنه حالتان هما :

أ - عندما تكون المؤسسة مساهمة بنسبة كبيرة في رأس مال مؤسسات أخرى، فإن هذه الأخيرة تعتبر فروعا من المؤسسة المساهمة (الأم)، والتي يجب تقييمها تبعاً لنفس المبادئ المستعملة في المؤسسة الأم ومن ثم دمجها Consolider معها [29]، لتشكل وحدة اقتصادية متجانسة.

ب - أما في الحالة العكسية، لما تكون المؤسسة منوعة لمحفظتها المالية ومساهمة في المؤسسات بجزء صغير من رأس مالها Participations minoritaires ، فإن تقييم هذه المساهمات يتم بطريقة منفصلة عن المؤسسة المساهمة واعتبارها ضمن القيم خارج الاستغلال[30]، بحيث يتم تقييمها بإحدى الطرق التالية[31]:

- قيمتها التفاوضية (خاصة إذا كانت أسهم المؤسسة مسعرة في البورصة)؛
- أو برسملة الأرباح الموزعة لخمس أو ست سنوات؛
- أو رسملة النتيجة من أربع إلى خمس سنوات؛

1-3-4: الزبائن

تضم حسابات الزبائن قيمة حقوق المؤسسة تجاه الأشخاص الذين يقومون بشراء منتجاتها. وعليه، لابد من التأكد من مناسبة وكفاية مبلغ المؤونات المشكلة للزبائن المشكوك ، كما يجب على الخبير ترتيب قيمة مختلف زبائن المؤسسة حسب مدة تواجدهم في الميزانية، مما يسمح بتحديد مخطر عدم تسديد الحقوق المشكوك في تحصيلها، بغية تشكيل مؤونات لها أو إعدامها بصفة نهائية عندما يتعلق الأمر بتلك التي يتأكد من عدم تحصيلها (كحالة إفلاس العميل مثلا).

1-4 : طرق التقييم الحديثة المرتكزة على الذمة المالية

1-4-1 : القيمة الجوهرية La valeur substantielle

أدخل مفهوم القيمة الجوهرية في مجال تقييم المؤسسات من طرف الخبراء الألمان سنة 1960. وتعرف على أنها القيمة "المتعلقة بقيمة الاستمرارية Continuation مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكوّن الذمة المالية للمؤسسة"[32]. وتتميز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكونة لها عن نمط تمويلها ووضعيتها القانونية، وموجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة[33].

ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقا من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافا إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة (العتاد المحصل عنه بواسطة القرض الايجاري Leasing والمستأجر Locations والمستعار prêts)، آخذين في الاعتبار القيمة الحالية لأقساط الإيجار Loyers والأتعاب Redevances المتعلقة بها في جانب الخصوم[34]، مع

---

[29])- A.Choinel, OP. Cit, P : 82

[30])- J.Brilman. et C.Maire, OP.Cit, P : 142.

[31]) A.Choinel., Op.Cit, P : 82(بتصرف) .

[32])- J.Viel et O.Bredt et M. Renard, L'évaluation des entreprises et des parts d'entreprise,. in : J.Brilman. et C.Maire, OP.Cit, P : 106.

[33])- A.Jean., OP.Cit, P : 102.

[34])- H.Mauguiére, OP.Cit, P : 20.

إضافة، مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة، تجديد والحفاظ على المعدات[35]، كما يجب استبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للاستغلال. وعليه يمكن حسابها على النحو التالي:

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات – العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال

إن ما يمكن ملاحظته على هذه العلاقة، هو حساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية (الديون متضمنة في حسابها)، غير أنه في الواقع نجد بعض الخبراء، خاصة منهم المنتمون للكلية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين، قد قسموا القيمة الجوهرية، بالإضافة إلى السابقة (الإجمالية) إلى صنفين آخرين وذلك حسب معيار مكونات تمويل الأصول[36].

- **القيمة الجوهرية الإجمالية المخفضة Réduite :** والتي تساوي القيمة الجوهرية الإجمالية منقوصا منها الديون بدون فوائد (مثل قرض المورد).
- **القيمة الجوهرية الصافية :** والتي تساوي القيمة الجوهرية الإجمالية منقوصا منها مجموع الديون، مما يجعلها تقترب من مفهوم الأصل الصافي المصحح، لولا بعض التعديلات المتمثلة في أخذ القيمة الأولى العتاد المستأجر والمستعار بعين الاعتبار.

لا تعتبر القيمة الجوهرية طريقة مباشرة من طرق التقييم في حد ذاتها، وإنما تعد وسيلة مساعدة تستعمل في عدة طرق لتحديد الفائض * Goodwill[37]. ومادام الحال كذلك وفي ظل أنواع القيمة الجوهرية المختلفة، يبرز مشكل تحديد العائد المالي المطروح من طرف المؤسسة والمرتبط بنوع القيمة الجوهرية المحسوبة، وعلى هذا الأساس ينصح بعض الخبراء بـ[38]:

- أخذ الربح الصافي المصحح (النتيجة الصافية المعالجة)* كعائد مقابل القيمة الجوهرية الصافية .
- يؤخذ عند حساب القيمة الجوهرية الإجمالية العائد المالي والمساوي لـ :

الربح الإجمالي المصحح + المصاريف المالية – الضريبة على أرباح الشركات.**

1 -4-2 : الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

يعتبر مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال الذي أدخل من طرف Calba وA.Barnay، البديل الذي جاء إثر الانتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما يتعلق بمشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال[39]. يتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة، والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال. إذ تنطلق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، بحيث تمول وتغطي الأموال الدائمة الاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل[40].

---

35)- A.Choinel, OP.Cit, P : 110.

36)- l'évaluations des entreprise, Edition de la C.N.E.C.B.A.S.B.L, Bruxelles, 1969, P : 44. in : H.Mauguiére, OP.Cit, P :20-21.

*- سيأتي الحديث و التطرق للفائض Good will لاحقا .

37)- A.Choinel, OP.Cit, P : 111.

38)- J.Brilman et C.Maire, OP. Cit. P : 108. (بتصرف)

**- لا ينقص بعض الخبراء الضريبة على أرباح الشركات وبالتالي يصبح العائد المالي = الربح الإجمالي المصحح + مصاريف مالية .

39)- H.Mauqiuére., OP.Cit, P : 21.

40)- P.Vizzavona, OP.Cit, P : 18.

و تحسب بالمعادلة التالية:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة (الاستثمارات) للاستغلال + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال .

مع العلم أن القيم الثابتة تتضمن الاستثمارات المحصل عليها عن طريق تقنية القرض الإيجاري وكذلك العتاد المستأجر.

تعبر طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال أكثر نجاعة عند استعمالها في التوقعات المستقبلية، لأن هذه الأخيرة متناسقة مع حركية الاستثمارات واحتياج رأس المال العامل الواجب تمويلها، على عكس طريقة القيمة الجوهرية الإجمالية التي لا تصلح أن تستعمل في المستقبل لعدم تناسق الربح التوقعي (عنصر ديناميكي) ومكوناتها (عناصر ثابتة)، وعليه فهي تصلح في الماضي لسهولة حسابها[41] .

ما يلاحظ بعد استعراض مختلف الطرق المنتمية لمنظور الذمة المالية، أنها في العموم تنطلق في حساب قيمة المؤسسة من منظور سكوني وتعتبرها مجرد مجموعة من الأصول، حيث لا تتعرض لكيفية تنظيمها ومدى عملها مجتمعة.

المبحث الثاني: طرق التقييم المرتكزة على العائد /التدفقات - مقاربة التوقعات

ترتكز هذه الطرق على العوائد والتدفقات، التي تعتمد في جانب كبير منها على المداخيل الصافية المحققة أو التي ستحققها المؤسسة والمستقاة من مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، وبالتحديد من جدول حسابات النتائج ، بالإضافة إلى مخرجات عملية التشخيص ممثلة في النتيجة المستقبلية (المتوقعة) .

ونظرا للأهمية التي تلعبها النتيجة المحاسبية في هذا النوع من طرق التقييم وبالنسبة للطرق المحددة للفائض Goodwill، كان لزاما على الخبير المقيم إجراء التعديلات اللازمة لها التي من شأنها تحويل تلك النتيجة المحصل عليها لاعتبارات ضريبية ومحاسبية إلى نتيجة اقتصادية معبرة عن الواقع وتخص دورة الاستغلال[42].

2 - 1 : الطرق المرتكزة على منظور الربح (العائد)

2 - 1 - 1 : قيمة العائد

يسمح مفهوم العائد بالقياس النقدي لكفاءة Efficience الوسائل المادية، البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية Action اقتصادية معينة، وتوضح بالعلاقة :النتائج \ الوسائل[43].

يستعمل مفهوم العائد كثيرا في التحليل المالي، لأنه يمثل أحد المؤشرات الهامة المساعدة على اتخاذ القرار، وبما أن هذا المفهوم يؤخذ كنسبة بين مجمعين، يمكن حساب عدة نسب منها تبعا للأهداف

---

[41])- Ibidem, P.26.

[42])- للاطلاع على هذه التعديلات المرتبطة بالنتيجة، انظر على سبيل المثال إلى:
- هواري سويسي، مرجع سابق، ص ص: 106-111.

[43])- P.Conso et F.Hemici, Gestion financière de l'entreprise, 9e édition, Dunod, Paris,1999, P :60.

المتوخاة. وبما أن الخبير المقيم يسعى لإيجاد قيمة المؤسسة، نجده يبحث عنها انطلاقا من الربح الصافي الناجم عن رأس المال الخاص (الأصل الصافي المحاسبي).

وعليه يتمثل فحوى هذه الطريقة في رسملة الربح الناتج عن المؤسسة بمعدل استحداث معين بغية إيجاد قيمتها، حيث تعتبر من الطرق الأكثر استعمالا من طرف الخبراء، وتكتب معادلتها الأساسية على النحو الآتي[44]:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{B}{(1+i)^t}$$

حيث يمثل : B : متوسط الربح المتوقع؛
t : عدد السنوات؛
i : معدل سندات القطاع العام عند الإصدار.
ويلاحظ أن هذه المعادلة تمثل القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية ثابتة. حيث تكتب:

$$V = B\frac{1-(1+i)^{-t}}{i}$$

ويمكن تبسيط الشكل السابق، عندما تكون الفترة غير محدودة، على النحو الآتي [45]:

$$V = \frac{B}{i} \qquad t \to \infty$$

*** - تقييم الطريقة:**

ما يمكن ملاحظته على هذه الطريقة، هو حملها للكثير من الرؤى فيما يخص مكونيها المتمثلين في معدل الاستحداث والربح، والتي يمكن أن نستعرض جانبا منها :

أ - الربح :

- الاعتماد على الأرباح الماضية: يتمثل الربح المأخوذ في الاعتبار بالنسبة للطرق التقليدية في الربح المحصل عليه في السنوات الثلاثة أو الخمسة الماضية التي تسبق عملية التقييم[46]. حيث يتم حسابه إما بـ :

1. حساب المتوسط الحسابي للربح في السنوات الثلاث أو الخمس الماضية[47]، والذي يحسب كما يلي :

المتوسط الحسابي للربح لثلاث سنوات (B) = (ربح (t-3) + ربح (t-2) + ربح (t-1)) / 3

2. حساب المتوسط الحسابي للربح في السنوات الثلاث أو الخمس الماضية باستعمال معاملات ترجيح، بحيث تميل أكثر لربح السنة الأقرب[48]، كون أرباح السنوات الأبعد ذات دلالة أقل. ويتم حسابه على النحو التالي :

[44])- A.Choinel, OP.Cit, P : 128.

[45])- J.Brilman et C. Maire, OP.Cit, P : 115.

[46])- P.Conso. et F.Hemici., OP.Cit, P : 520.

[47])- O.Tabatoni et M.A.Pierre, L'évaluation de l'entreprise, PUF, Paris, 1979, P : 13.

[48])- P.Conso et F.Hemici., OP. Cit, P : 519.

المتوسط الحسابي للربح لثلاث سنوات (B) = $\frac{\text{ربح }(t-3)\times 1 + \text{ربح }(t-2)\times 2 + \text{ربح }(t-1)\times 3}{6}$

حيث : $\frac{1}{6}$ ، $\frac{2}{6}$ ، $\frac{3}{6}$ هي معاملات ترجيح

يمكن أن تتغير معاملات الترجيح حسب دراسة الخبير المقيم للأرباح الماضية، وعموما تكون هذه المعاملات أكبر لأرباح السنة الماضية ثم تبدأ بالانخفاض كلما اتجهنا نحو الماضي.

لكن يلاحظ أن الربح المأخوذ بواسطة الطرق التقليدية لا يعكس قيمة المؤسسة، كون أن هذه الأخيرة ليست مرتبطة بنتائجها الماضية بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية.

- الربح الناتج عن التوقعات :

يتم اعتماد المتوسط الحسابي للربح الناتج عن التوقعات، حيث يمثل حقيقة مردودية الأموال المستثمرة، إلا أنه قد يطرح مشكلا في مدى صحة التنبؤات.

وعموما من الأحسن استعمال الأرباح المقدرة، وإذا تعذر إيجادها أو القيام بها أو سوء تقديرها، يتم اللجوء إلى الربح الصافي المصحح (الماضي) كمتوسط يعبر عن الربح المستقبلي.

ب - معدل الاستحداث Taux d'actualisation :

يرتبط معدل الاستحداث بعدة عوامل تتمثل في التضخم، تكلفة النقود المستعملة والمخاطر المرتبطة بالإيراد المستقبلي وبالجو العام[49]. حيث يعتبر تحديد معدل الاستحداث من الأمور الصعبة. ويتم اختيار معدل الاستحداث أو معدل الرسملة* تبعا لاختيار الربح المأخوذ في الحسبان، فإذا تم اختيار الربح الماضي فإن هذا المعدل يساوي معدل الفائدة على رؤوس الأموال طويلة الأجل، أما إذا تم اختيار الربح المتوقع، نضيف إلى معدل السوق علاوة مخطر Prime de risque، بغية تلافي تأثيرات عدم التأكد التي تحيط بالتوقعات[50].

2 - 1 - 2 :التقييم بواسطة طريقة نسبة السعر على العائد (PER)*

تصنف هذه الطريقة كذلك، ضمن تصنيف آخر للتقييم حيث تنتمي للمنظور المقارن Approche comparatives والذي يعمل على تقييم المؤسسة بدلالة مضاعفات مستخرجة من مؤسسة أو مؤسسات أخرى. وتعتبر هذه الطريقة من أهم طرق هذا المنظور***.

ويعرف PER لأصل مالي على أنه نسبة سعر الأصل إلى الربح السنوي الذي يطرحه، ومن ثم فهو يبين فترة الاسترداد اللازمة لهذا الأصل[51]. تستعمل نسبة السعر\العائد في الأسواق المالية،

---

49) J.Brilman et C.Maire., OP.Cit, P : 155.

* - يسميه بعض الكتاب بمعامل الرسملة أيضا ، كونه يقوم بتحويل أرباح محصل عليها إلى رأس مال .

50) P.Conso et F. Hemici, OP.Cit, P : 520.

* - PER : Price Earning Ratio.

*** - توجد طرق أخرى تنتمي للمنظور المقارن، كمضاعف نتيجة الاستغلال، مضاعف رقم الأعمال، مضاعف الهامش على التمويل الذاتي. إذ نجد أن فلسفة وطريقة حسابها واحدة، ويكمن الاختلاف في المكونات نظرا للهدف من التقييم وظروف التقييم، فمثلا نجد أن PER يستعمل لتقييم الأموال الخاصة، بينما يستعمل مضاعف نتيجة الاستغلال في حساب قيمة الأصل الاقتصادي (المؤسسة) بغض النظر عن كيفية تمويلها، كما يتم حساب مضاعفات أخرى لتقليل من أثر الاهتلاكات مثلا، لما تكون المؤسسة صناعية، حيث تملك استثمارات ضخمة. للاطلاع أكثر عن هذه المضاعفات أنظر على سبيل المثال إلى:

- P.Vernimmen, Finance d'entreprise, 5e Edition, Dalloz, Paris, 2002,PP :504-508 ; 876-882.

بحيث تشير إلى "كم مرة من الربح" تقبل هذه الأخيرة دفعه على ورقة مالية (سهم) ما، أو بمعنى آخر كم مرة نقوم برسملة العائد المحصل عليه من طرف مؤسسة ما[52]. ولهذا الغرض نجدها تستعمل كثيرا في المقارنات بين الأسواق المالية المتعددة وبين مختلف القطاعات والمؤسسات كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمري المحافظ، ومساعدة في التحليل لمعرفة أوضاع الأسواق المالية للمحللين الماليين، كما تلعب دورا مهما في عمليات تقييم المؤسسات بشقيها المسعرة وغير المسعرة.

وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة، التي تم الحصول عليها من الصيغة العامة لرسملة الأرباح، على الشكل[53]:

$$V = P/E \times B$$

حيث : P/E : معامل مضاعف سعر السهم/العائد المأخوذ من البورصة .

B : الربح الإجمالي للمؤسسة.

*** - تقييم الطريقة:**

أ- بالنسبة للمعامل المضاعف : سعر/العائد P/E :

تتكون هذه النسبة كغيرها من النسب من طرفين، وعليه فدلالتها مرتبطة بطبيعتهما وقيمتهما، والتي لابد من الوقوف عليهما لتعددهما[54]:

1 _ السعر Price : يتم الحصول على السعر من خلال البورصة، حيث توجد عدة تعاريف يمكن أن تدخل في حساب النسبة وهي :

- السعر الحديث للسهم (آخر سعر محصل عليه في البورصة) ؛
- السعر في 31 ديسمبر للسنة الماضية ؛
- السعر المتوسط لفترة معينة (شهر، سداسي، سنة، ...) .

2 _ العائد Earning : يتم الحصول على عائد السهم من خلال قسمة الربح المحقق أو الذي سيتحقق، على عدد الأسهم (مصدره المؤسسة)، الأمر الذي يتطلب معرفة طبيعة هذا الربح من حيث:

- إنجاز معالجة الربح الصافي المأخوذ من طرف الخبراء أو عدمه.
- طبيعة الفترة المتعلقة بهذا الربح، هل هو :

1/ الربح الصافي للسنة الماضية؛

2/ الربح المقدر للسنة الجارية (الناتج عن سلسلة من الأرباح السابقة)؛

3/ الربح المتوقع للسنة القادمة .

لكن الربح الأنسب لهذه النسبة حسب "كوانال"[55] ليس آخر ربح محصل عليه، وإنما هو الربح المقدر سواء للسنة الجارية أو للسنوات اللاحقة.

ما يلاحظ مما سبق، أنه للحصول على قيمة منطقية وذات دلالة للمؤسسة أو لأسهمها يجب أن يكون الربح الصافي (B) للمؤسسة المراد تقييمها مماثلا ولنفس الفترة لما هو مأخوذ في النسبة P/E.

---

[51])- J-P.Berdot et J.Léonard, Valorisation boursière et substituabilité des actif ; Que nous apprennent les PER ?, In : Analyse financière, N°9, Octobre- Décembre 2003, P :38.

[52])- J.Brilman. et C.Maire., OP.Cit, P : 57.

[53])- A.Choinel., OP.Cit, P : 130.

[54])- J.Brilman. et C.Maire, OP.Cit, P : 58. (بتصرف).

[55])- A.Choinel., Op.Cit, P : 130.

ب- تستعمل هذه الطريقة لمعرفة قيمة المؤسسات المسعرة وغير المسعرة، وذلك بتطبيق نسبة P/E لمؤسسة مسعرة في تقييم مؤسسة أخرى مشابهة لها وتعمل في نفس القطاع، وتستعمل في تقييم المؤسسات غير المسعرة بالأخص، غير أنه ينصح بأخذ الحيطة والحذر في استعمالها كون أن معطيات النسبة لا تخصها مباشرة، وذلك بإلغاء العوامل التي تحول دون مماثلتها لواقع المؤسسة المراد تقييمها[56]. كما أنه غالبا ما يتم القيام بتخفيض تصل نسبته إلى 30 % وأحيانا تصل إلى 50 % وذلك للجمود الكبير الذي يعرفه رأس المال المستثمر في المؤسسات غير المسعرة[57].

ج- تكون النسبة P/E متاحة بشكل سهل، بما أن مرجعها السوق المالية. إلا أن هناك بعض الاحتياطات عند الاستعمال يجب أن تأخذ في الحسبان[58]:

- تتأثر القيمة المحصل عليها بشكل كبير بصحة ووضعية السوق المالية؛
- تعتبر تطورات سعر الفائدة العامل الرئيسي الذي يوضح بشكل جيد تغيرات النسبة P/E المتوسطة للسوق المالية؛
- يصعب أحيانا إيجاد مؤسسات مسعرة مماثلة للمؤسسات المراد تقييمها، كون حجم الأولى أوسع من حجم المؤسسات غير المسعرة؛
- يكون للمؤسسات المحققة للخسائر نسبة P/E سلبية، كما يمكن أن يكون للمؤسسات الموجودة في فترة إعادة تقويم نسبة P/E جد مرتفعة بشكل مؤقت، فكلتا الحالتين لا تعطي أي دلالة؛
- تطلب التطبيق الجيد لهذه الطريقة معرفة معمقة للمؤسسة، لمنافسيها وللقطاع، لتترجم خصوصياتها في شكل تغيرات في النسبة P/E مقارنة مع المتوسط الملاحظ (معامل ترجيح).

وفي الأخير نلاحظ أن تطبيق هذه الطريقة يحتاج إلى توفر بورصة قيم تتميز بالاتساع وتتمتع بمستوى مقبول من الكفاءة، يمكن معها الحصول على نسبة P/E ذات دلالة ومعبرة عن الواقع للسوق أو لقطاع معين أو لمؤسسة مسعرة تفيد كمؤشر يستعمل في عملية التقييم المرتكزة على المقارنة سواء للمؤسسات المسعرة أو غير المسعرة منها. وذلك ما يفسر انتشار استعمال المضاعف في مجال التقييم واتخاذ القرار في مجال الاستثمار في الأوراق المالية**، وبالأخص تطبيقها في عمليات التقييم المرتكزة على المقارنة في إطار التفاوض، وذلك بشكل واسع في الدول المتطورة التي تتمتع بأسواق مالية واسعة ومؤثرة في الاقتصاد.

2 -2: الطرق المرتكزة على التدفقات- التدفق النقدي Cash flow

يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوما أنجلوسكسونيا، وذلك ما يلاحظ من خلال تسميته الأصلية Cash flow ، التي توضح من جهة ما يسمى بـ "Cash out flow " المعبر عن المخرجات من السيولة، ومن جهة أخرى ما يسمى بـ "Cash in flow " الذي يعبر عن المدخلات من السيولة، والفرق بين هاتين الحركتين ينتج عنه التدفق النقدي الصافي Net Cash flow . وقد أستعمل كمرادف لهذا المفهوم باللغة الفرنسية ما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) Capacité d'autofinancement الذي يساوي الربح الصافي مضافا إليه مخصصات الاهتلاكات وتغيرات بعض المؤونات[59].

---

[56])- J.Brilman. et C.Maire., OP.Cit, P : 67.

[57])- H.Mauguière., OP.Cit, P : 30.

[58])- A.Choinel., OP.Cit, P : 132.

**- سيتم التطرق إلى ذلك في الفصل الخامس من هذه الأطروحة.

[59])- H.Mauguiére., OP.Cit, P : 23-24.

لكن ما يمكن ملاحظته هو أن مفهوم التدفق النقدي Cash flow أكثر دلالة في التعبير عن حركة سيولة المؤسسة منه عن مفهوم القدرة على التمويل الذاتي Capacité d'autofinancement، كونه يقترب من مفهوم الفائض النقدي Surplus monétaire حينما يفترض عدم وجود انحراف في تسجيل النواتج والأعباء وتسويتها[60]، إلا أنه ولأغراض التحليل المالي وفي إطار توحيد المصطلحات والمفاهيم المالية يبقى المفهومان مترادفين[61].

1-2-2 : التقييم على أساس الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي (MBA)*

يشار له أيضا بالتدفق النقدي الكلاسيكي، حيث يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة عائد المؤسسة بدلا من الربح الصافي المصحح، وعليه تصبح المعادلة من الشكل[62]:

$$V = MBA \times K$$

حيث : V : قيمة المؤسسة ؛ MBA : الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي ؛ K : المعامل المضاعف .

ويحسب الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي (MBA) أو القدرة على التمويل الذاتي على النحو التالي[63]:

الهامش على الإجمالي للتمويل الذاتي = النتيجة المحاسبية المصححة الصافية + مخصصات الاهتلاكات المصححة (الاقتصادية) + مخصصات بعض المؤونات*

*** تقييم الطريقة :**

- تبقى نفس الملاحظات الموجهة لحساب المردودية باستعمال الربح (فيما يخص معدل الرسملة، الزمن المرجعي ...) .

- يمكن استعمال الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي MBA في طرق المقارنة على غرار نسبة السعر/العائد PER ، كحل للنقد الموجه لهذا الأخير فيما يخص سياسة الاهتلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات مثل قطاع الصناعات الثقيلة، حيث يصبح الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي أكثر تمثيلا للقدرة الربحية منه عن الربح الصافي ويكتب على الشكل : السعر \ الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي (MBA)[64].

- يسمح الهامش على التمويل الذاتي الذي يمثل التدفق النقدي للمؤسسة بقياس الفائض النقدي خلال دورة الاستغلال لكل سنة مالية، حيث يمكن حسابه بالاستعانة بالسنوات الخمسة الماضية (شكل غير مباشر) أومن خلال التوقعات المستقبلية (شكل مباشر) إن أمكن ذلك[65]، وتعطى علاقة حسابه على النحو التالي[66]:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CAFt}{(1+i)}$$

---

[60])- P.Conso. et F.Hemici, OP. Cit, P : 244.

[61]) H.Mauguiére., OP. Cit, P: 24.

* - يستعمل بعض الكتاب القدرة على التمويل الذاتي Capacité d'autofinancement كمرادف للهامش على التمويل الذاتي La marge brut d'autofinancement (MBA) .

[62])- E.Sage, Comment évaluer une entreprise?, Ed Siry, Paris, 1979, P : 163.

[63])- C.A.Homigman. et H.M.Tubiana., OP. Cit, P : 202. (بتصرف).

* - يأخذ بعض المحللين في الاعتبار المؤونات ذات الطابع الاحتياطي، بينما آخرون لا يأخذونها في الاعتبار.

[64])- J.Brilman et C.Maire., OP. Cit, P: 75.

[65])- C.A.Homigman. et H.M .Tubiana., OP. Cit, P : 201.

[66])- A.Choinel., OP. Cit, P : 136.

حيث تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي.

الجدول رقم (03 ـ 01): كيفية حساب الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي للسنوات السابقة (المنظور التقليدي).

السنوات / البيان	ن	ن-1	ن-2	ن-3	ن-4	ن-5
النتيجة الصافية المصححة* (قبل ض.أ.ش) العناصر المضافة : مخصصات الاهتلاكات المصححة مخصصات المؤونات : - لأجل الخسائر والأخطار - مؤونات أخرى						
عناصر تخفض : استرجاع مخصصات مؤونات سابقة						
الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي قبل ض.أ.ش						
الضريبة على ارباح الشركات						
الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي الصافي من الضريبة المبين بالدينار الجاري						
معامل تصحيح تدني قيمة النقود (التضخم)						
الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي الصافي من الضريبة المبين بالدينار المثبت (Constants)						
*قبل الاعباء والنواتج الاستثنائية						

المصدر : (بتصرف) C.A.Homigman. et H.M.Tubiana., OP. Cit, P : 202.

2-2-2 : التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح FCF**

يعبر مفهوم التدفق النقدي المتاح عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال)، وبالتالي يضيف للإيرادات والمصاريف المستقاة من جدول حسابات النتائج الممثلة للتدفق النقدي الكلاسيكي (القدرة على التمويل الذاتي)، عناصر أخرى مستقاة من الميزانية والمتمثلة في تغير احتياج رأس المال العامل، بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالاستثمارات وذلك بغية الوصول إلى تدفقات السيولة المتاحة للمؤسسة. ويحسب التدفق النقدي المتاح مستقلا عن طرق التمويل، لذا تستبعد من حسابه المصاريف المالية[67]، كما لا تؤخذ في حسابه إلا تدفقات السيولة الناتجة عن الاستغلال، بحيث عند القيام بخصمها (التدفقات المتوقعة) نحصل على قيمة الأصل الاقتصادي الضروري للحصول على نتيجة الاستغلال[68].

**- FCF : Free Cash flow.

- يندرج التدفق النقدي المتاح ضمن التدفق النقدي المخصوم -Discounted Cash Flow –DCF الذي يعد أساس التدفق النقدي حسب النظرية المالية، فبالنسبة للتدفق النقدي المتاح يعبر فعلا عن التدفقات الصافية الناتجة عن الآلة الإنتاجية ممثلة في الأصل الاقتصادي بغض النظر عن طرق تمويله. ولتقارب المفهومين كثيرا ما يتم الخلط بينهما من طرف الكتاب.

[67])- P.Gensse et P.Topasecalian, Ingénierie finance, Economica, Paris, 1999, P : 61.

[68])- J.Barrean et J.Delahaye, Gestion financière : Manuel et application, 9e édition, Dunod, Paris, 2000, P : 301.

مما سبق، يمكن حساب التدفق النقدي المتاح انطلاقا من النتيجة المحاسبية المصححة أو بإعادة تشكيل العناصر التي تدخل في حسابه، وذلك على النحو التالي :

أ- حساب التدفق النقدي المتاح انطلاقا من النتيجة المحاسبية المصححة :

التدفق النقدي المتاح Cash flow disponible[69] = نتيجة الاستغلال خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات + مخصصات الاهتلاكات (التدفق النقدي الكلاسيكي) - التغير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال + التنازل عن الأصول (صافي من ض.أ.ش) - الاستثمارات

حيث :ض.أ.ش تمثل الضريبة على أرباح الشركات.

يقوم بعض الخبراء بإضافة التدفقات المالية الناتجة عن حركـة القـروض (زيـادة وتسـديد القروض)، وعليه يصبح حساب المفهوم على النحو الآتي[70]:

ـ تدفقات الإيرادات = الربح الصافي المصحح بعد الاهتلاكات وقبل الضريبة + المصاريف المالية + الاهتلاكات الاقتصادية + قيمة التنازل عن الاستثمارات + قروض إضافية متوسطة وطويلة الأجل

ـ تدفقات المصاريف= ارتفاع في احتياج رأس المال العامل + تكلفة الاستثمارات السنوية + أقساط اهتلاك القروض

ـ التدفق النقدي المتاح = تدفقات الإيرادات – تدفقات المصاريف

ب- حساب التدفق النقدي المتاح بإعادة تشكيل العناصر التي تدخل في حسابه :

يحسب التدفق النقدي المتاح وفق هذا النحو بتحديد العناصر التي تدخل في حسابه من خـلال تحليل مفصل لجدول حسابات النتائج والميزانية (أنظر الملحق رقم 01).

يقوم الخبير ـ بعد معرفة وتحديد العناصر المكونة للتدفق النقدي المتاح ـ بتشكيل سلسلة من التدفقات النقدية المقدرة لعدد من السنوات ثم القيام باستحداثها (خصمها) بمعدل استحداث معين، وذلك على النحو التالي[71]:

$$V=\sum_{t=1}^{n}\frac{F_t}{(1+K)^t}+\frac{VR_n}{(1+K)^t}$$

حيث يمثل : V : القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية؛

F_t : التدفق النقدي المتاح المقدر في الفترة t؛

VR_n : القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة؛

K : معدل الاستحداث؛

N : الفترة المأخوذة لحساب التدفقات.

*** تقييم الطريقة :**

تطرح هذه الطريقة كغيرها من الطرق المعتمدة على التدفقات إشكالا فـي تحديـد عناصـر حسابها في ظل عدم وجود إجماع وتوحيد لهذه العناصر والمتمثلة في (مفهوم التدفق النقـدي المتـاح، معدل الاستحداث، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية (المتبقية) للمؤسسة)، مما يجعل تطبيقها مـن

[69])- Idem.

[70])- A.Choinel., OP.Cit, P : 135.

[71])- P.Gensse. et P.Topasecalian., OP.Cit, P : 61. (بتصرف).

طرف عدد من الخبراء ينتج اختلافا في قيمة نفس المؤسسة في ظل عدم الإجماع على مكوناتها. لذلك سنتطرق لهذه العناصر على النحو التالي :

1. تحديد التدفق النقدي المتاح :

من خلال ما سبق، ولكي يصبح التدفق النقدي المتاح يتمتع بنوع من التوحيد بين مختلف الكتاب يتم استبعاد التدفقات المالية المتعلقة بالقروض من حسابه، وعليه فمفهوم Choinel. A الذي تم التعرض له يستبعد منه من جهة الإيرادات القروض الإضافية، ومن جهة المصاريف أقساط اهتلاك القروض. وبالرغم من ذلك يبقى تحديد التدفق النقدي يطرح مشاكل في المجالات المالية بصفة عامة ومجال تقييم المؤسسات بصفة خاصة لعدم توحيد المفاهيم المالية والمفهوم في حد ذاته، والذي يتجلى خاصة في مشكل المؤونات، مما يجعل تحديده يخضع لاختيارات الخبير المقيم.

2. معدل الاستحداث:

يعرف معدل الاستحداث هو الآخر إشكالا في تحديده، إلا أنه غالبا ما يأخذ تكلفة رأس المال Coût du Capital لاستحداث التدفقات المستقبلية مع الأخذ في الحسبان مستوى المخطر الخاص بالمؤسسة[72].فإذا كان إيجاد تكلفة رأس المال يتميز بنوع من السهولة والوضوح لوجود مؤشرات واضحة لحسابها (سعر الفائدة والأرباح الموزعة ...)، فإن علاوة المخطر تطرح مشكلا وصعوبة في إيجادها، مما تنتج اختلافا بين الخبراء المقيمين عند تطبيقها على نفس المؤسسة .

3. الفترة المأخوذة لحساب التدفقات :

تعد الفترة المأخوذة لحساب التدفقات المستقبلية المحصل عليها من العناصر الهامة في حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة، لكن ما يمكن ملاحظته من خلال الكتابات في مجال التقييم أنها لا تعرف توحيدا بين الكتاب، فمنهم من يأخذ فترة طويلة جدا ومنهم من يتبنون فترة أقصر من ذلك بكثير، ولهذا الغرض سنتطرق لهما على النحو التالي :

- **الفترة الطويلة :**

يعتمد مبتكرو هذه الطريقة في استحداث التدفقات على فترة طويلة، تتراوح ما بين عشرة واثنتي عشرة سنة، وغالبا ما يذهبون إلى اعتماد عشرين سنة وأحيانا حتى خمسين سنة[73].

- **الفترة القصيرة :**

يعتمد الكتاب الجدد فترة قصيرة جدا مقارنة بما سبق، والتي في الغالب تماثل ما هو مأخوذ في نظرية الاستثمارات والمتمثلة في خمس سنوات[74].

مما سبق يظهر أن اعتماد الفترة الطويلة (أكثر من عشر سنوات) تجعل التوقعات عشوائية، ذلك أنه كلما اتجهنا نحو المستقبل البعيد تزيد احتمالات عدم التأكد والخطأ، وبالتالي التأثير على حقيقة قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة. وعليه، يعتمد الكتاب المحدثون على فترة قصيرة تتمثل في خمس سنوات على الأكثر، وهي الأنسب كون المستقبل القريب قابلا للتنبؤ به بشكل يجعل احتمالات الخطأ ضئيلة جدا، وبالتالي إعطاء قيمة للمؤسسة مقاربة لإمكانياتها الحقيقية المستقبلية، بالرغم من أن هذه الفترة القصيرة قد لا توافق القدرة الحقيقية للمؤسسات خاصة مع بداية إنشائها، لذ نجدها تمتد على فترة تفوق عشر سنوات على أقل تقدير، إلا أنه يتم تدارك هذا الإشكال -باعتماد الفترة القصيرة- بوجود القيمة الباقية التي تصبح قيمتها ذات مبلغ معتبر في تكوين قيمة المؤسسة، والتي يصبح الوقوف على قيمتها باستعمال الطرق الموافقة لها من الأهمية بمكان.

72)- J.Barrean et J.Delahaye, OP.Cit, P : 302.
73)- Merret et Sykers, The finance and analysis of capital projects. in : H.Mauguiére, OP.Cit, P : 42
74)- J.Barrean. et J.Delahaye., OP. Cit, P: 301.

4. القيمة النهائية (المتبقية) للمؤسسة :

تبين القيمة النهائية الجزء المتبقي من المؤسسة عند نهاية الفترة المأخوذة لحساب التدفقات المستقبلية الناتجة عنها، حيث تمثل وزنا معتبرا لا يستهان به في عملية التقييم وفق هذه الطريقة، خاصة إذا ما كانت فترة التوقعات قصيرة[75]، غير أن تحديدها في الواقع يعرف عدة طرق، مما يجعلها أحد عناصر الاختلاف في طريقة التدفق النقدي المتاح بين الخبراء المقيمين، وتتمثل أهم طرق حسابها في ما يلي[76]:

- الأصل الصافي المصحح لنهاية فترة التوقعات؛
- رسملة الأرباح للسنة الأخيرة للتوقعات بواسطة نسبة السعر\العائد (PER) المقدر للمؤسسة .
- استحداث التدفق الأخير إلى ما لا نهاية بمعدل استحداث يتمثل في معدل العائد الواجب الحصول عليه، وبالتالي تصبح : $VR_n = F_n/t$ حيث : F_n : التدفق الأخير، t : معدل الفائدة الواجب الحصول عليه.
- الاعتماد على منظور الذمة المالية في حسابها، وذلك من خلال الميزانية المتوقعة عند نهاية الفترة، حيث تساوي القيمة النهائية الأصول الثابتة مضافا إليها الاحتياج لرأس المال العامل المتوقع مضافا إليها فائض قيمة محتمل Good Will.

يؤكد كل من Barreau. J et Delahaye. J في كتابهما على أن الطريقة التي تأخذ غالبا في حساب القيمة النهائية تتمثل في استحداث نتيجة الاستغلال الصافية (الربح الصافي المصحح) على فترة غير منتهية، وبالمقابل ينتقدان الطرق المرتكزة على الذمة المالية في حسابها، لعدم كفايتها وتعبيرها عن الحقيقة[77].

يلاحظ مما سبق أن الطرق المرتكزة على جدول حسابات النتائج هي الأنسب من المعتمدة على الذمة المالية، إلا أننا نرى أن توفر المعطيات التي تدخل في حساب مختلف هذه الطرق غير متاحة بشكل كاف، وعليه فمعيار الاختيار بين طريقة أو أخرى (بما فيها الطرق المرتكزة على الذمة المالية) هو مدى توفر المعطيات المتاحة لكل طريقة.

وتعتبر هذه الطريقة - من خلال ملاحظتنا لأهم خطواتها - جد حساسة ومعقدة نتيجة للعناصر التي تكونها (إعداد التدفقات المستقبلية، الفترة المأخوذة، تحديد تكلفة رأس المال، حساب القيمة النهائية)، وبالتالي فنتيجة التقييم مرهونة بشكل مباشر باختيار تلك العناصر. وبالرغم من تميزها بالثقل وطول الإجراءات، إلا أنها تعتبر الطريقة الأكثر تعبيرا عن حقيقة قيمة المؤسسة - إن تمت العناية الدقيقة بالعناصر المكونة لها (مثلا توقعات صادقة من خلال تتبع الأهداف المرجوة، الإمكانيات التنافسية) - كونها تنطلق من إمكانياتها المستقبلية .

وفي الأخير لإيجاد قيمة المؤسسة المرتبطة بالأموال الخاصة، يجب إضافة العناصر خارج الاستغلال وطرح الديون، وعليه تصبح قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على النحو التالي:

قيمة المؤسسة = القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية + عناصر خارج الاستغلال - الديون

[75])- Idem.
[76])- P.Gensse et P.Topasecalian, OP.Cit, P : 63.
[77])- J.Barreau et J.Delahaye., OP.Cit, P: 302.

بعد استعراض أهم الطرق المعتمدة على التوقعات نلاحظ أن تطبيقها في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية يجد صعوبة بسبب التعقيدات التي تشوب الطرق في حد ذاتها من خلال عدم توحيد مكوناتها، وصعوبة التنبؤ بالمعطيات المستقبلية لعدم وجود جهات تتيح وتسمح بالتنبؤ وخاصة منها السوق المالية (البورصة) التي تعرف شبه غياب. إلا أنه يمكن للخبير المقيم الاجتهاد وتطبيقها، خاصة المرتكزة منها على التدفق النقدي بأخذ فترة قصيرة [78].

كثيرا ما يعاب على الطرق المعتمدة على التوقعات، خاصة من طرف صاحب المؤسسة، أنها طريقة تهمل تكوين أصول المؤسسة (الماضي). وبناء على الانتقاد الموجه لكلا المنظورين المقدمين (منظور الذمة المالية ومنظور التوقعات بشأن العوائد والتدفقات)، فإن الكتاب والممارسين قد اعتمدوا طريقة تجمع بين الاثنين والمتمثلة في الطريقة المرتكزة على ازدواجية المنظورين.

المبحث الثالث: الطرق المرتكزة على فائض القيمة GoodWill

يمثل مفهوم فائض القيمة وجود فرق دائم Ecart durable بين الربح المحقق من طرف المؤسسة من جهة، وبين عائد الأموال الخاصة الضرورية لإنشاء الآلة الإنتاجية L'Outil de Production ، المحصل عليه عند توظيفه بدون مخاطر في السوق المالية من جهة أخرى[79]. كما يمكن تعريفه بأنه التعبير عن كل الأسباب المؤدية لوجود فائض في القيمة على الأصول المادية للمؤسسة[80]، أي أنه يمثل فائضا في القيمة Survaleur .

بعدما تطرقنا لمفهوم فائض القيمة بشكل غير مباشر، يمكن التطرق إليه بشكل مباشر. وفي هذا الصدد يعرف "بريلمان ومار" مفهوم فائض القيمة GoodWill[81] أو شهرة المحل Fonds Commerce* على أنه القدرة التي تتمتع بها المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال عناصر مختلفة (بشرية، منتجات، معدات، أسواق وزبائن)، وبالتالي فهو يمثل جميع العناصر المعنوية المرتبطة بنشاط المؤسسة والتي لا يمكن تقييمها بشكل مباشر[82](أنظر الملحق رقم 02)، بخلاف العناصر المادية وبعض العناصر المعنوية (الترخيصات، براءات الاختراع، حق الإيجار، ...) التي تملك قيمة مستقلة عن نشاط المؤسسة. لذا ففائض القيمة يقيم بجميع العناصر المعنوية الضرورية والمرتبطة بنشاط المؤسسة.

وبصفة عامة، يعرف فائض القيمة على أنه محصلة جميع العناصر الداخلية والخارجية التي تعمل على تعظيم الأرباح المحققة أو التي يمكن تحقيقها في الماضي، الحاضر والمستقبل من طرف المؤسسة، ويكون فائض القيمة إيجابيا عندما تسمح هذه العناصر بتحقيق أرباح أعلى من مكافآت Rémunération الأموال الموضوعة والضرورية للسير الحسن للمؤسسة، أما في الحالة العكسية فنكون أمام حالة نقص قيمة BadWill[83].

---

[78])- هواري سويسي، مرجع سابق، ص: 124.

[79])- M.Glais, Le diagnostic financier de l'entreprise, 2e édition, Economica, Paris, 1986, P : 266.

[80]) H.Manguiére., OP.Cit, P : 32.

[81])- يتم استعمال مفهوم Fonds Commerce (شهرة المحل) كمرادف باللغة الفرنسية للمفهوم الأنجلوسكسوني Good Will (فائض القيمة) ، إلا أنه يبقى أكثر تقييدا ومحدودية في تعريفه للعناصر المعنوية من هذا الأخير. في:

-J.Brilman. et C. Maire, OP.Cit, P : 112.

[82])- Idem.

[83])- P.Vizzavona, Op.cit, P : 15.

يحسب فائض القيمة بعدة طرق مختلفة والتي تقسم إلى صنفين من الطرق : مباشـرة وغيـر مباشرة، إضافة إلى أن كل طريقة يمكـن حسـابها بشـكل إجمـالي Méthode brute أو صـاف Méthode nette .

3 -1 : الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة

توجد طريقة واحدة حسب هذا المعيار، والتي تسمى أيضا بطريقة الممارسين La Méthode des praticiens أو الطريقة الألمانية. يقوم أصحاب هذه الطريقة بحساب فائض القيمة باعتباره يمثل فرقا بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصـل الصـافي المحاسـبي المصـحح ANCC أو القيمة الجوهرية الإجمالية VSB). وعليه يتم حساب فائض القيمة بعـد حسـاب القيمـة الإجمالية للمؤسسة، هذه الأخيرة تحسب انطلاقا من المتوسط الحسابي للقيمة الناتجة عن منظور الذمة المالية (ANCC أوVSB) والقيمة الناتجة عن منظور التوقعات (قيمة المردودية (العائد)) .

من خلال استعمال مفهومي الأصل المحاسبي أو القيمة الجوهرية الإجمالية في حساب فـائض القيمة، فإننا نكون أمام حالتين، حيث تصبح الأولى تسمى بالطريقة غير المباشرة الصافية، أمـا عنـد استعمال الثانية فتدعى بالطريقة غير المباشرة الإجمالية*. وعلى هذا الأساس سنتطرق لحسـاب هـذه الطريقة من زاويتين :

3-1-1 : الطريقة غير المباشرة الصافية

يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المحاسبي المصحح (ANCC) لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة .

$$V = GW + ANCC$$

حيث: V : القيمة الإجمالية للمؤسسة؛

GW : فائض القيمة Good Will؛

ANCC : الأصل الصافي المحاسبي المصحح.

وتعطى الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي: [84]

$$GW = \frac{1}{2i}(B - i.ANCC)$$

و منه تحسب قيمة المؤسسة على النحو الآتي[85]:

$$V = ANCC + \frac{1}{2i}(B - i.ANCC)$$

حيث : i : يمثل سعر الفائدة المستعمل في الدولة (غالبا معدل الفائدة على القيم ذات الدخل الثابت).

3-1-2: الطريقة غير المباشرة الإجمالية

تعمل هذه الطريقة بنفس الخطوات السابقة في حساب فائض القيمة وقيمة المؤسسـة، ويكمـن الفرق في استبدال القيمة الجوهرية الإجمالية VSB محل الأصل الصافي المحاسبي المصححANCC، وتبعا لذلك يتغير العائد المالي المقابل، فيستبدل الربح الصافي المصحح B بالقدرة الربحيـة (نتيجـة

* - حيث أن مفهوم الصافية والإجمالية مرتبط بالديون .

84) K.Achouche. et A.Labanji., OP. Cit, P :43.
85)- J.Brilman et C.Maire., OP. Cit, P: 121.

الاستغلال بعد الضريبة) التي تتضمن الفوائد فضلا عن الربح الصافي المصحح والتي تمثـل العائـد المقابل للقيمة الجوهرية الإجمالية VSB.

وعليه، يحسب فائض القيمة وقيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على النحو التالي[86]:

$$GW = \frac{1}{2i}(CB - i.VSB)$$

$$V = \frac{1}{2}VSB + \left(\frac{CB}{I} \quad E - + AHE\right)$$

حيث : CB: القدرة الربحية (نتيجة الاستغلال بعد الضريبة) E : الديون ؛ AHE : عناصر خارج الاستغلال

ما يمكن ملاحظته على الطريقة المباشرة بشقيها الصافي والإجمالي ما يلي :

- تتم رسملة الربح الصافي Super-profit بمعدل اسـتحداث (2i) مضـاعف لمعـدل التوظيـف المفترض (i) لقيمة الأصول المطروحة (ANCC أوVSB) في السوق المالية، مما يدل على أخذه في الحساب المخطر "Taux risqué" ، عكس الثاني الذي لا يأخذ فـي حسـابه المخطـر " Taux non risqué"[87].
- تظهر هذه الطريقة تحكمية(تعسفية) Arbitraire ، لاستعمالها متوسـط قيمتـين لحسـاب قيمـة المؤسسة[88]، ذلك أن القيمة الناتجة عن المتوسط غير مبنية على افتراض معين، عكس استعمال طريقة مباشرة، حيث تكون ملائمة لوضعية التقييم
- يساوي فائض القيمة حسب هذه الطريقة نصف فائض قيمة المردودية على قيمة الأصول(ANCC أو VSB) :

$$GW = \frac{1}{2}\left[\frac{B}{i} - ANCC\right]$$

وأيضا يساوي فائض القيمة نصف رسملة فائض الربح Super-profit لفترة غير منتهية بمعامل 1/i:

$$GW = \frac{1}{2} \times \frac{1}{i}[B - i.ANCC]$$

- يستعمل أصحاب هذه الطريقة تخفيضا على الربح الصافي المصحح B أو القـدرة الربحيـة CB يقدر بـ 30% عندما يحسب الربح من خلال ترجيح الأرباح الماضية الحديثة[89]، لتقليـل أثـر عـدم التعبير والانسجام بين الأرباح الماضية والمقدرة.

[86])- H.Mauguiere., OP. Cit, P : 40.

[87])- J.Brilman. et C. Maire., Op. Cit, P : 121.

[88])- P.Gensse. et P. Topsacalian, OP. Cit, P: 86.

[89])- J.Brilman. et C.Maire., Op. Cit, P : 121.

3-2 : الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة عكس السابقة والتي يمكن التطرق لأهمها**:

3-2-1: الطريقة الأنجلوسكسونية

تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الإضافي Super-profit الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية، وتعطى قيمة المؤسسة وفائض القيمة على النحو التالي[90]:

الطريقة الإجمالية :

$$V = ANCC + \frac{1}{t}(CB - i.VSB)$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i.VSB)$$

حيث : i : سعر الفائدة بدون مخطر Non risqué؛

t: معدل استحداث بمخطر Taux risqué (حيث يكون أكبر من i كونه يضاف إليه ما بين 25% إلى 50% كنسبة مخطر).

مما سبق، يلاحظ أن هذه الطريقة التي تقوم برسملة الربح الإضافي لمدة غير منتهية بمعدل استحداث t تصبح مساوية للطريقة السابقة (طريقة الممارسين) في حالة ما إذا أخذت نسبة المخطر بـ 50%، وعليه نستطيع القول، بأن طريقة الممارسين هي حالة خاصة من هذه الطريقة.

3-2-2: طريقة الريع المختصرة لفائض القيمة Rente abrégée du GoodWill

تسمى كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين Méthode U.E.C. Simplifiée . حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة GoodWill من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة، عكس الطريقة السابقة (الأنجلوسكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية.

تعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي :

أ)- عندما يكون فائض القيمة ثابتا[91]:

الطريقة الصافية :

$$V = ANCC + a_n\,(B - i.ANCC)$$

حيث : $a_n = \frac{1-(1+t)^{-n}}{t}$ يمثل القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

D : الديون.

**- للاختصار، سنعتمد عند التطرق لكل طريقة على إحدى كيفيات حسابها فيما بين الحساب بالطريقة الصافية أو الإجمالية، باعتبار أنهما يحسبان بنفس الطريقة ويوصلان لنفس النتيجة، إذ يكمن الفرق في زاوية النظر للربح المستعمل، كما سبق استعمالهما في الطريقة غير المباشرة.

[90])- H Mauguière., OP. Cit, P: 36.

[91])- Idem.

*** تقييم مكونات المعادلة**[92]:

- يأخذ أصحاب هذه الطريقة فترة تتراوح بين 3,5 إلى 5 سنوات باعتبار أن فائض القيمة GW يزول مع الوقت؛
- تخضع القدرة الربحية CB أو الربح B إلى تخفيض يقدر بـ 30% كعامل حيطة وحذر لهذا الربح المحصل عليه من التوقعات؛
- ينصح بالنسبة لمعدل الاستحداث t استعمال معدل الفائدة المطبق على قروض الدولة (سندات حكومية ...) مضافا إليه 50% كعلاوة مخطر[93]، باعتبار أن قروض الدولة تكون المخاطرة فيها ضعيفة جدا، أو تكون شبه منعدمة بالنسبة لأذونات الخزينة التي يتم اعتمادها في النماذج المالية للتعبير عن معدل تأجير النقود بدون مخطر.
- يعد الإفراط في قياس المخطر من خلال تطبيقه في ثلاث أوجه (فترة محدودة لفائض القيمة، تخفيض في الربح، وتطبيق معدل الخطر ضمن معدل الاستحداث) أمرا مبالغا فيه، لأنه يؤدي إلى تعقيد الحساب مما يصعب فهمه، ويؤدي إلى تقويض في حساب القيمة الحقيقية للمؤسسة (مبدأ حيطة وحذر مبالغ فيه)؛

ب)- في حالة عدم ثبات فائض القيمة تكون المعادلة على الشكل التالي[94]:

الطريقة الصافية :

$$V = ANCC + \sum_{t=1}^{n} \left(\frac{B_t - i.ANCC}{(1 + i`)^t} \right)$$

حيث : `i : معدل الاستحداث

3-2-3: طرق مباشرة أخرى لحساب فائض القيمة

3-2-3-1: طريقة اتحاد الخبراء المحاسبيين الأوروبيين

يعتمد أصحاب هذه الطريقة على أن فائض القيمة GoodWill والذي يمثل استثمار حصة المسيرين هو الآخر يستحق أن يعوض، شأنه شأن العناصر المادية المستثمرة في المؤسسة[95].

وعليه تصبح المعادلة التي تحسب قيمة المؤسسة كالآتي :

بالطريقة الصافية :

$$V = \frac{ANCC + a_n B}{1 + i\, a_n}$$ [96]

حيث : $$a_n = \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t}$$

$$GW = \frac{a_n}{1 + i\, a_n}(B - i.ANCC)$$ [97]

---

[92])- J.Brilman et C.Maire., OP.Cit, P : 119.

[93])- D.Péne., Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Tome 2, Evaluation et montage financier, 2eme Edition, Economica, Paris, 1993, P: 128.

[94])- P.Gensse. et P.Topsacalian., OP.Cit, P : 87.

[95])- K.Achoche et A.Labanji., OP. Cit, P : 52.

[96])- J.Brilman et C.Maire., OP. Cit, P : 120.

[97])- H.Mauguière., OP. Cit, P: 34.

3-2-3-2: طريقة Calba et Barnay

يستعمل أصحاب هذه الطريقة بدل القيمة الجوهرية والأصل الصافي المحاسبي المصحح، الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE)، حيث تحسب قيمة المؤسسة بالمعادلة التالية[98]:

$$V = ANCC + a_n\,(CB - i.CPNE)$$

بحيث اعتمدوا تخفيضا للقدرة الربحية (نتيجة الاستغلال الصافية) من 5% إلى 30%.

3-2-3-3: طريقة شراء النتائج السنوية

تعتمد هذه الطريقة في حسابها لفائض القيمة GoodWill بضرب الربح الإضافي Super-bénéfice في عدد معين من السنوات، عكس الطرق التي تعمل على استحداثه بمعدل استحداث، حيث تحسب قيمة فائض القيمة GoodWill و قيمة المؤسسة وفق المعادلة التالية[99]:

الطريقة الصافية :

$$V = ANCC + m\,(B - i.ANCC)$$

$$GW = m\,(B - i.ANCC)$$

حيث : m : عدد السنوات التي تأخذ بين 3 إلى 5 سنوات .

3 -3 : تقييم منظور فائض القيمة

3 -3-1 : إيجابيات المنظور

يمكن أن نبين بعض إيجابيات منظور فائض القيمة GoodWill في النقاط التالية :

- يسمح بتقييم سريع يرتكز على الحقيقة المالية للاستغلال (النتيجة الاقتصادية، ...) وبمنظور عملي للمخاطر الناجمة عن عدة معطيات متعلقة بالمؤسسة ومحيطها[100]؛
- إمكانية إزالة الأخطاء الناجمة عن تقييم خاطئ لأصول الاستغلال، فعند تقييم أصول المؤسسة بأعلى من حقيقتها Sur-évaluation يتم تدارك ذلك بخضوعها لفائض قيمة مخفض وأحيانا نقص قيمة BadWill، وبالمقابل عندما يكون هناك تقييم متدني لحقيقة الأصول Sous-évaluation فإنه يتم تغطية ذلك بزيادة في فائض القيمة GoodWill[101]. وعليه يلعب فائض القيمة GoodWill دور المصحح لطرق التقييم المرتكزة على الذمة المالية، وبالتالي تظهر أهميته بشكل واضح في عملية شراء المؤسسات من خلال تقريب الرؤى بين البائع والمشتري في حالة وقوع مشاكل وأخطاء في تقييم أصول المؤسسة؛
- يتيح حساب فائض القيمة GoodWill من الناحية العملية إيضاح مدى ملاءمة بعض القرارات التسييرية، خاصة منها المتعلقة بشراء الأصول والتنازل عنها[102]. وبالتالي فهي تلعب دورا تسييريا في المؤسسة، حيث تساعد في اتخاذ القرارات المهمة؛
- تسمح بالمقارنة بين المؤسسات ذات البنية المختلفة من ناحية الأصول، ومعرفة مدى استطاعة كل مؤسسة في تحقيق فائض ربح، وبالتالي فهي تلعب دورا مساعدا في الاختيار عند إقدام المستثمرين لشراء المؤسسات.

---

[98])- Jakob Vièl Otto .Bredt et Maurice Renard, L'évaluation des entreprises et parts d'entreprises . in : J. Brilman et C. Maire., OP. Cit, P : 123.

[99])-.Gélinier, O et Gaultier.A, L' avenir des entreprises personnelles et familiales,. In : Ibidem, P: 124

[100])- D.Péne., OP. Cit, P : 115.

[101])- A.Choinel, OP. Cit, P : 145.

[102])- Idem.

3- 3-2 : أوجه قصور المنظور

- تتميز طرق هذا المنظور بالبساطة والسرعة في تقييم المؤسسات، كونها تعتمد على المعطيات المتعلقة ببنية الاستغلال فحسب، وتتجاهل المشاكل المتعلقة بالتوازن المالي والاستثمار والتمويل، كما أنها ترتكز على معطيات تقديرية بسيطة يتم التوصل إليها بواسطة امتداد Extrapolation بسيط[103]؛
- تعتبر الطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين -حسب أغلب الكتاب- غير موافقة للمؤسسات ذات المردودية الضعيفة، كونها تفضي إلى نقص في القيمة BadWill ، كذلك الشأن بالنسبة لكل الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة؛
- يعتبر هذا المنظور غير موافق للمؤسسات المحققة للخسائر، وبالتالي فهو يقتصر على المؤسسات ذات النتائج الإيجابية؛
- يلاحظ أن منظور فائض القيمة حسب Péne.D، أقل موافقة لتقييم المؤسسات الكبرى، وبالعكس فهو مناسب لتقييم المؤسسات ذات الحجم الصغير والمتوسط PME، لأنه أكثر وضوحا وشفافية من الطرق الأخرى ـ التي تتطلب عدة معطيات ـ عند بيع تلك المؤسسات للجمهور[104].

المبحث الرابع: اختيار نموذج التقييم الملائم في ظل تعدد طرق التقييم

على المقيم في مجال عمليات التفاوض أن يسعى إلى البحث عن الطريقة المثلى للوصول إلى القيمة أو مجال القيمة المفضى لإرضاء الأطراف. وعليه لابد للخبير أن يعتمد منهجية سليمة من خلال الالتزام بمخطط العمل. لذلك نحاول في هذا المبحث أن نقف على نموذج التقييم المناسب لخصوصية المؤسسة بالتحديد، بالإضافة للتطرق للمحددات الأخرى، والتي سبق الإشارة إليها في مخطط العمل الذي تناولناه في الفصل السابق، مع الإشارة لواقع التقييم في الجزائر، كما سنتطرق لترتيب درجة أهمية بعض طرق تقييم المؤسسات المعروفة.

4-1: تكييف طرق التقييم المختلفة مع خصوصيات المؤسسة وتنميط عمل الخبراء المقيمين

4-1-1: تكييف طرق التقييم المختلفة مع خصوصيات المؤسسة

تشهد الحياة الاقتصادية عدة وضعيات وأنواع للمؤسسات، مما يجعل كل مؤسسة تمتاز بخصوصيات دون أخرى، فمثلا من حيث النشاط نجد مؤسسات صناعية، خدمية وتجارية ومن حيث الحجم نجد مؤسسات صغيرة ومتوسطة وأخرى ضخمة، أما من حيث وضعيتها فنجد مؤسسات خاسرة وأخرى رابحة. كل هذه الوضعيات والحالات تجعل المؤسسة متميزة بخصوصيات تجعل طريقة أو منظور تقييم موافق لها/له دون أخرى (أو الآخر). وعليه فبالرغم من وجود عدة طرق لحساب قيمة المؤسسة، على الخبير البحث عن الطريقة الملائمة لحساب قيمة المؤسسة تبعا لخصوصياتها. وفي هذا الإطار يمكن أن نبين ما يلي[105]:

- تعتبر قيمة التصفية Valeur liquidative موافقة للمؤسسات ذات الأصول غير القادرة على تحقيق الأرباح ؛
- كما تعد طريقة التدفقات الأنسب للمؤسسات الخدمية الصرفة التي تكاد تنعدم فيها الأصول المادية، كما نجدها موافقة للمؤسسات قوية النمو ؛

103) Péne.D, OP. Cit, P :116.

104) Idem.

105) Ibidem, P :168.

- كما يلاحظ عدم موافقة الطرق المرتكزة على الذمة المالية للمؤسسات العاجزة هيكليا (ذات خسائر كبيرة)، ذلك لأن خسائر سنة أو سنتين تفوق أحيانا قيمة الأصل المحاسبي الصافي المصحح .

يجب تقييم مؤسسات المادة الرمادية Matière grise المعتمدة في تحقيق أرباحها على فرق البحث، على غرار شركات البرمجة مثل Microsoft العملاقة، بتقييم خاص يأخذ في حسابه قيمة فرق البحث Valeur des équipes، لأن وجود المؤسسة مرتبط بفرقها، لذلك فلا قيمة للأصول الأخرى في حالة بيع المؤسسة دون فريقها العامل. لذا فتقييمها يخضع لمنظور التدفقات[106].

ويتم استعمال طريقة التقييم المرتكزة على الخيارات الحقيقية Les options réelles[107]، خاصة للمؤسسات المنتمية لقطاع الاقتصاد الجديد، والتي يتمثل في مؤسسات قطاع التكنولوجيا الحديثة NTIC (شركات الانترنيت،...) ومؤسسات الحديثة الموسومة Star-up، والتي تتميز مجملها في إنفاق استثماري كبير في سنواتها الأولى، فاستعمال الطرق التقليدية (الذمة المالية، التدفقات النقدية) من شأنه أن يعطي قيما لا تعكس قيمتها الحقيقية باعتبارها تحقق خسائر وتدفقات سلبية حالية ومستقبلية لفترة معينة، مما يقوض طريقة التدفقات، بالإضافة لتواجد أصول ملموسة متواضعة، فشركة انترنيت تتطلب مكاتب وحواسيب ونجدها تحقق أرقام أعمال ضخمة، ومن ثم فطرق الذمة المالية لا تفي بالغرض. وعليه تصبح طريقة الخيارات الحقيقية التي تقوم بتقييم المؤسسة انطلاقا من مجموعة من السيناريوهات المستقبلية الموافقة لاستراتيجية نموها، الأمر الذي يسمح بالوقوف على قيمة هذا النوع من المؤسسات في ظل الظرف المذكور بشكل يقارب لواقعها، والذي يفسر بارتفاع الرسملة البورصية (سعر السهم) لتلك المسعرة منها في الأسواق المالية.

إضافة لما سبق يعتبر تحديد الهدف من تقييم المؤسسة عاملا مهما في إيجاد وتحديد الطريقة المناسبة للمؤسسة- فكما رأينا في السابق- توجد عدة أهداف وراء تقييم المؤسسة (التنازل الكلي أو الجزئي، الدخول للبورصة، الاندماج، ...) تجعل الخبير يحتاط ويعمل على إيجاد الطريقة المناسبة لها. وبالتالي يمكن في حالة وضوح وتحديد الأهداف المرجوة، وفي حالة إدراك ومعرفة خصوصيات المؤسسة إيجاد طريقة أو منظور موافق للمؤسسة دون أخرى/آخر .

فما يقوم به بعض الخبراء عند تقييمهم للمؤسسات باستعمال مجموعة من الطرق التي تنتمي لمناظير مختلفة، وعند الحصول على نتائجها يتم الحصول على المتوسط لهذه النتائج مع إمكانية ترجيح طريقة على حساب أخرى يمثل في رأينا أسلوبا مظللا، لأنه:

- يعتبر عملية التقييم رأي فني صادر من متخصص باستعمال منهجية تكون نتائجه صحيحة في نظر المعنيين ،إذا كانت محل قبول عام.
- يستعمل طرقا عديدة، ويكشف حساب المتوسط لنتائجها، عن عدم الدقة في تحديد التساؤلات التي سبق طرحها من جهة، ومن جهة أخرى يمثل تكاليف إضافية يتحملها طالب التقييم.

---

[106]) Brilman. J et Maire. C, OP. Cit, P :189. (بتصرف).

[107])- للاطلاع أكثر على هذه الطريقة في التقييم، أنظر على سبيل المثال إلى:

- C.Boucher, La valorisation des sociétés de la nouvelle économie par les option réelle : vertiges et controverses d'une analogie, CEPN, Université Paris-nord, Mai 2002, P :04.In : http://gdrtics.u-paris10.fr/pdf/doctorants/2002-10_boucher.pdf, Consulté le 15/09/2005.
- P.A.Reucheron et E.Pirou, Evaluation financière des société innovantes lors de leur introduction au nouveau marché, Mémoire de recherche, DESS en finance d'entreprise, Université de Rennes1, Octobre2000, P : 07. In : http://cerefia.eco.univ-rennes1.fr/cerefia/dossiers/prof/introNMEvaluation/memoirePirouReucheron00.pdf , Consulté le 14/03/2004.

4-1-2: تنميط عمل الخبراء المقيمين

لغرض تحسين نتائج التقييم التي تعتبر عن رأي فني يصدر عن الخبير المقيم ضرورة وجود المنظمات المهنية ذات العلاقة بالتقييم للقيام بتوحيد وتنميط العمل على مستوى البلد ويظهر ذلك من خلال مخطط العمل الذي ينبغي أن يكون موحدا في الخطوات التي يمر بها، إضافة لتنميط التقارير الخاصة بالتقييم، والتي تمثل مخرجات عملية التقييم. إذ نجد في فرنسا على سبيل المثال بأن مصف الخبراء المحاسبين وشركة المستشارين والخبراء الماليين108 واللذان يمثلان منظمتان مهنيتان لهما علاقة مباشرة بالتقييم، حيث أن الأولى تضم المحاسبين والثانية تضم المحللين الماليين، فكلا هاتين الوظيفتين يستطيع صاحبهما من خلالهما ممارسة عملية تقييم المؤسسات، نجدهما يقدمان مجموعة من الوثائق والمعايير التي تسمح بتعميق المعارف في مجال التقييم، بالإضافة إلى تقديم دليل ميداني بغية تنميط وتوحيد مختلف عمليات التقييم في البلاد.

ولكي تحظى نتائج عملية التقييم بقبول عام ، لا بد من وجود وإنشاء هيئة تجمع أصحاب المهنة من خبراء ومحللين ماليين وكل من يهمه أمر التقييم توكل لها مهمة إصدار معايير أخلاقيات المهنة ومعايير تخص منهجية العمل وإصدار مختلف معايير التقييم وتنميط التقارير على غرار كثير من الدول خاصة منها المتطورة، لتضمن عملية التوحيد في مجال عمل المقيمين في البلد الواحد على غرار ما يحدث في مهنة المحاسبة والمراجعة. ومع تزايد ظاهرة الانفتاح الاقتصادي والعولمة لابد أن يتم العمل على توحيد وانسجام مقاييس التقييم على المستوى الدولي، إذ في هذا الصدد نجد أن لجنة معايير التقييم الدولية IVSC[109] تقوم بذلك، والتي تضم مجموعة من الهيئات الوطنية لدول مختلفة تعمل على إصدار معايير التقييم وجعلها موحدة على مستوى أعضائها لتعطي لها بعدا دوليا، وذلك على غرار ما تقوم به لجنة معايير المحاسبة الدولية IASC في مجال إصدار المعايير المحاسبية IAS والإفصاح المالي IFRS .

غير أنه إذا لم يتم إنشاء مثل هذه الهيئة التي تعنى بالتقييم على مستوى البلـد، ينبغـي علـى الهيئات الموجودة أصلا كالمصف الوطني للخبراء المحاسـبين ومحـافظي الحسـابات والمحاسـبين المعتمدين في الجزائر، من التكفل بمهمة إصدار معايير منهجية العمل ومعايير التقييم وتوحيـد نمـط التقارير على غرار ما يقوم به نظيره الموجود في فرنسا على سبيل المثال.

4-2: التقييم والمؤسسة الاقتصادية الجزائرية

ترتبط عملية التقييم مباشرة بمدى توفر المعلومات التي يستعملها كمدخلات له، والتي من بينها نظام المعلومات المحاسبية والسوق المالية. حيث يرتكز منظور الذمة المالية بشكل أساسي على نظام المعلومات المحاسبية، أما السوق المالية فتعد أهم مصدر معلومات للطرق المرتكزة على التدفقات، من خلال إمدادها بمعدلات الاستحداث، أسعار الفائدة، المقارنة بمؤسسات مسعرة، ... .

إلا أنه يلاحظ في الجزائر ضعف نظام المعلومات المحاسبي نظرا لعدة اعتبارات تتمثل أساسا في غياب وظيفة المراجعة الداخلية أو وجودها مع عدم قيامها بالأهداف المنوطة بها على أحسن وجه، حيث تسمح بالسهر على سلامة نظام المعلومات المحاسبي، إضافة لعدم استجابة المخطط الوطني

---

[108])- أنظر الموقع الخاص بالوثائق الذي تضعه الهيئتان للخبراء المقيمين:

- Conseil régional Paris/Ile de France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, http://entrepriseevaluation.com

[109])- للاطلاع عليها أنظر موقعها على الانترنيت:

- www.ivsc.org

المحاسبي للتحولات الجديدة التي يعرفها الاقتصاد، مما يجعل نظام المعلومات لا يعبر عن واقع المؤسسة، وبالتالي يجعل عملية التقييم لا تعكس حقيقة الواقع .

كما يعتبر غياب السوق المالية الكفؤة يضاف إليها عدم نضوج النظام البنكي أمرا يجعل من عملية التقييم عن طريق التدفقات صعبة – إن لم نقل مستحيلة – لما تتطلبه من معطيات تتمثل في معدل الاستحداث، توقعات الأرباح، ... الخ .

مما سبق، يتضح لنا بأن واقع التقييم في الجزائر، يمثل إشكالا في حد ذاته، مما ينعكس على الأهداف المرجوة منه، وهذا ما يفسر أحيانا عدم التراضي بين الأطراف في عملية الخوصصة، ذلك لأنه غير مبني على أسس وقواعد واضحة للجميع.

4-3: ترتيب درجة أهمية طرق التقييم

نجد أن طريقة التدفق النقدي المتاح تتمتع بأهمية بالغة في عملية التقييم بالنظر لتمثيلها الفعلي لقدرة المؤسسة على طرح التدفقات المستقبلية، لذا نجدها في إحدى الدراسات الميدانية قد احتلت المرتبة الأولى من بين طرق التقييم الأخرى في استبيان قام به موقع Vernimmen.net[110] في الإنترنت لمتصفحيه، حيث شارك أكثر من 1300 شخص من مختلف الدول والجنسيات من بين 60000 من متصفحي الموقع في هذا الاستبيان، الذي يدور حول معرفة طريقة التقييم المفضلة. وقد جاءت نتائج هذا الاستبيان كما يوضحها الجدول التالي:

الجدول رقم (03- 02): نتائج استبيان حول الطريقة المفضلة في تقييم المؤسسة

طريقة التقييم	نسبة المصوتين عليها(نسبة مئوية)
استحداث توزيعات الأرباح(DDM)	06
الأصل الصافي المعاد تقييمه (ANR)	12
استحداث التدفق النقدي المتاح (DCF)	53
مضاعف السعر للعائد (PER)	07
مضاعف نتيجة الاستغلال	05
قيمة التصفية Valeur liquidative	03
طريقة الخيارات الحقيقية Méthode optionnelle	02
مضاعف رقم الأعمال	02
مضاعف الفائض الخام للاستغلال	07
طرق أخرى	03

المصدر: La lettre VERNIMMEN.NET, N°22, Septembre 2003

يبقى نموذج التدفق النقدي المتاح في قياس القيمة الأكثر أهمية في الوقوف على القيمة الحقيقية التي تعكس إمكانيات المؤسسة الإدرارية في المستقبل، هذا الأخير هو الأمر المهم للمستثمر الحالي والمتوقع وكذا للمسيرين، باعتبار أن المؤسسة هي استثمار يتطلع من يهمه أمرها إلى ما سوف تؤول إليه وضعيتها في المستقبل. إلا أن خطوات حساب التدفق النقدي المتاح تتميز بالطول وكذا صعوبة تحديد مكوناته خاصة في بيئة اقتصادية كالجزائر، وهذا ما يفسر لجوء أغلب الممارسين إلى الطرق المرتكزة بالتحديد على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول) ، والتي كانت مبررة إلى حد ما ، ذلك أن

---

[110]) La lettre VERNIMMEN.NET, N°22, Septembre 2003.

الممارسة الميدانية للتقييم في الجزائر لم تتعد عمليات التنازل عن المؤسسات ممثلة في عمليات الخصخصة وكذا عمليات التصفية للمؤسسات الاقتصادية العمومية، وبعض عمليات الخصخصة باللجوء للسوق المالي.

خلاصة واستنتاجات:

تعرف طرق التقييم تعددا كبيرا واختلافا فيما بينها، حيث نجد على الأقل ثلاث عائلات منها ترتكز على مناظير مختلفة تماما عن بعضها في المنطلق (الذمة المالية، التدفقات، الجمع بينهما، بالإضافة لطرق أخرى خارج هذا التصنيف؛ كطريقة الخيارات الحقيقية،...). فبقدر ما تعتبر هذه الوضعية إيجابية من حيث ثراء ومرونة عملية التقييم، بقدر ما تجعل من العملية أمرا معقدا من خلال إيجاد الطريقة المثلى والأنسب للمؤسسة، لأن كل طريقة من طرق التقييم تفضي إلى قيم مختلفة، حيث تكون أحيانا متباينة بشكل كبير.

ما سبق يحتم على الخبير المقيم الاجتهاد في إيجاد الطريقة المثلى للمؤسسة، للخروج بقيمة موضوعية تعكس حقيقتها، حيث يعتبر اعتماد مجموعة من الطرق وحساب المتوسط الحسابي لمختلف نتائجها ليس دائما هو الحل، بل يلجأ إليه في الحالات الاستثنائية، عند غموض الأهداف المرجوة من التقييم.

وعليه، يرتبط اختيار الطريقة المثلى لعملية التقييم من خلال الاعتماد على ما يعرف بمخطط العمل -السابق بيانه في الفصل الثاني- والذي يمثل الطريقة المنهجية والعلمية الصحيحة التي تفضي إلى نتائج تقييم مقبولة، والذي نجده يقف على مجموعة من العوامل تساعد في رأينا على الاختيار الصحيح لطرق التقييم المناسبة، والممثلة في :

- وضوح الأهداف المرجوة من التقييم (نوع الخوصصة، الانضمام للسوق المالية، الاندماج، الشراكة...)؛
- مدى توفر المعلومات عن المؤسسة والمحيط الذي تنشط فيه، حيث نجد أن كل طريقة تعتمد على معلومات تختلف عن الأخرى؛
- طبيعة المؤسسة ونوعها (تجارية، صناعية، خدمية، كبيرة، صغيرة، متوسطة، تخضع للدورة الاقتصادية، مؤسسة كلاسيكية أو تنتمي للاقتصاد الجديد، ...)، بالإضافة إلى محيطها الذي تنشط فيه (وجود سوق مالية كفؤة، بنوك ناضجة، طبيعة النظام المالي ...).

وبأخذ الخبير لمختلف هذه العوامل في إطار مخطط العمل يستطيع إيجاد طريقة التقييم المناسبة والتي تعكس حقيقة ووضعية المؤسسة، وبالتالي إنجاح الأهداف المرجوة من عملية التقييم (مثل التراضي بين الأطراف في حالة البيع الجزئي أو الكلي للمؤسسة)، إضافة إلى الاستفادة وكسب الوقت والمال، الذي ينجر عن تطبيق ترسانة من هذه الطرق في آن واحد. وبالتالي فدراسة المؤسسة والمحيط الذي تنشط فيه ومن ثم تطبيق الطريقة/أو الطرق المثلى لها يعطي انطباعا حسنا، كون القيمة الناتجة عن ذلك تصبح مبررة ومنطلقة من اعتبارات مدروسة.

الباب الثاني: تقييم المؤسسة لأغراض اتخاذ القرار

الفصل الرابع: كفاءة بورصة القيم وتقييم المؤسسة.

الفصل الخامس: أهمية تقييم المؤسسة (الأسهم) في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي.

الفصل السادس: القرارات المالية والإستراتيجية وتأثيرها على قيمة المؤسسة.

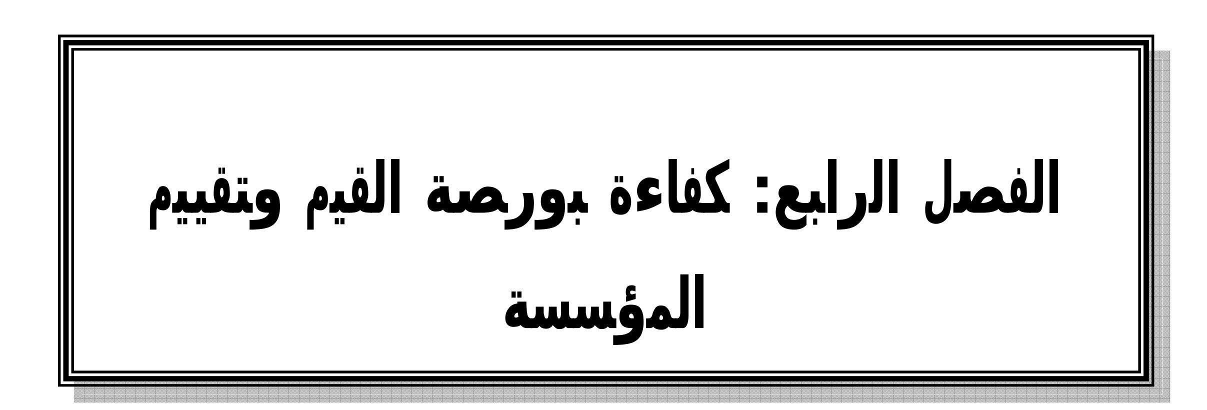
الفصل السابع: تقييم المؤسسة لأغراض اتخاذ القرار في إطار التسيير الداخلي بالمؤسسة.

الباب الثاني: تقييم المؤسسة لأغراض اتخاذ القرار

بعدما تطرقنا إلى الباب الأول الذي اختص بدراسة جانبين، أما الجانب الأول فيتمثل في الإطار المفاهيمي والنظري لقيمة وتقييم المؤسسة المفيد للتأصيل النظري للموضوع، بينما الجانب الثاني يتمثل في دراسة تقييم المؤسسة في ظل إجراءات التفاوض، سنحاول في هذا الباب التطرق لزاوية أخرى - لا تقل أهمية عن السابقة- تتعلق بموضوع تقييم المؤسسة المرتبط باتخاذ القرار لطرفين أساسيين مرتبطان بالمؤسسة وهما المسيرون والمستثمرون الماليون.

لذلك سنتطرق في الفصل الرابع إلى علاقة تقييم المؤسسة بكفاءة بورصة القيم، بينما سيتم التطرق في الفصل الخامس إلى لتقييم المؤسسة وعلاقته باتخاذ القرار للمستثمرين الماليين.

أما في الفصل السادس سيتم دراسة تأثير القرارات المالية والاستراتيجية على قيمة المؤسسة، وبعد ذلك سيتم التعرض في الفصل السابع والأخير من هذا الباب لمساهمة تقييم المؤسسة في اتخاذ القرارات التي تدخل في لإطار التسيير الداخلي للمؤسسة.



الفصل الرابع: كفاءة بورصة القيم وتقييم المؤسسة

المبحث الأول: بورصة القيم المنقولة: مفاهيم أساسية ونظرة عامة.

المبحث الثاني: دارسة تحليلية لكفاءة بورصة القيم والعلاقة بينها وبين تقييم المؤسسة.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة القيم وتقييم المؤسسة

لا يمكن الحديث عن تطور لنظام اقتصاد السوق، ما لم يتبعه تطور في سلوك الأعوان الاقتصاديين والمؤسسات المؤطرة والمهيكلة له. ولعل من بين أبرز تلك المؤسسات توفر بورصة للقيم المنقولة، تتبلور سمة تطورها في الوصول إلى مستو مقبول من الكفاءة، يمكن معه لعب دور مهم على المستوى الكلي للاقتصاد من خلال التخصيص الأمثل للموارد. إذ هي بذلك تساهم في كفاءة الاقتصاد بشكل عام، علاوة على القيام بوظيفة تمويله (الحكومة، المؤسسات)، وما يتبعه ذلك من تحقيق للتنمية والرفاهية للمجتمع.

إن الدور الذي تلعبه البورصة على المستوى الكلي يتمثل جزء منه في محصلة للدور الذي تلعبه على المستوى الجزئي، فإضافة لكونها تتيح لطالبي الأموال (الحكومة، الشركات) مصدرا جديدا ومهما من مصادر التمويل، نجدها تضع أمام الشركات مرونة ومجالا واسعا للقيام باستراتيجيات مالية وبعمليات نمو خارجي بغرض تعظيم قيمتها الاقتصادية، إضافة لفرض نوع من الرقابة على مسيريها وأدائها*، مما يجعل هؤلاء المسيرين يعملون على تحسين الأداء. كما قد يؤدي بتلك الشركات غير المدرجة أن تتفانى في تحسين أدائها لكي يتسنى لها أن توفر شروط الدخول لها للحصول على مصدر جديد من التمويل والحصول على امتيازات أخرى.

ويتعدى دور البورصة إلى الجانب الآخر من المتعاملين بها، والمتمثل في المستثمرين الماليين (عارضي الأموال)، إذ تفتح لهم فضاءا ومجالا جديدا في توظيف الأموال يختلف عن سابقيه لتميزه بمرونة أكثر من خلال سرعة الرجوع إلى السيولة بفضل خاصية التداول المستمر، مما يسمح لهم بالقيام بالاستراتيجيات المناسبة لتسيير محافظهم قصد تعظيم منافعهم.

إلا أن ما سبق، مرهون بقدرة السوق على تحقيق قدر مقبول من الكفاءة، إذ أن من بين ما يدفع السوق لتحقيقها هو توفر معلومات حقيقية عن أداء الشركات المدرجة، ووجود آلية تمكن من ترجمة تلك المعلومات في شكل قرارات سليمة وصائبة للمستثمرين الماليين تنعكس في إعطاء أسعار تعبر عن حقيقة نشاط تلك الشركات. وتتمثل هذه الآلية في عمليات قياس قيمة الشركات وأسهمها، فاستعمالها عقب دخول معلومات جديدة هو أمر ضروري لترشيد قرار المستثمرين الماليين من جهة، كما أن الدور الذي يلعبه التقييم يمتد إلى إدارة الشركات المدرجة لتمكينهم من اتخاذ القرارات السليمة المفضية إلى رفع قيمة أسهمها من جهة أخرى.

إن هذه الرشادة في سلوك الأطراف المتعاملة من خلال تبني أدوات التقييم تعد من بين أهم الأمور التي ستدفع بالسوق أكثر نحو الكفاءة، مما سينعكس إيجابا على تحقيق الأهداف المنوطة به. فتوفر خاصية الكفاءة في السوق- علاوة على ما سبق- تفيد في أن يتعدى الأدوار المشار لها، ليكون مرجعا أساسيا فيما يرتبط بعمليات التقييم لأغراض التفاوض.

وعليه، سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى ما يلي:

- بورصة القيم المنقولة : مفاهيم أساسية ونظرة عامة
- دراسة تحليلية لكفاءة بورصة القيم وعلاقتها بقياس قيمة المؤسسة

---

*- تتم الرقابة على الأداء عن طريق آلية انخفاض وارتفاع القيمة السوقية لأسهمها الناتج عن المعلومات المتدفقة التي تفيد بتحسن أو تدهور أدائها الاقتصادي.

المبحث الأول: بورصة القيم المنقولة: مفاهيم أساسية ونظرة عامة

تندرج بورصة القيم في إطار السوق المالية (التمويلية) التي تهدف إلى تمويل الاقتصاد، من خلال نقل الأموال من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض إلى الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز، إذ بذلك نجدها تمثل أحد المكونات الأساسية للنظام المالي في الدولة. ولقيام بورصة القيم بمهامها المنوطة بها، لابد من توفر ركائز أساسية تهيكلها وتدعمها. لذلك سنحاول في هذا المبحث من اخذ نظرة عامة عن السوق المالية من خلالها سنعرج على بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة ببورصة القيم، من خلال النقاط الآتية:

- بورصة القيم المنقولة : مفهومها وموقعها ضمن السوق المالية؛
- المتعاملون في بورصة القيم المنقولة؛
- الأطراف المهيكلة لبورصة القيم المنقولة (هيكل بورصة القيم المنظمة).

1-1- بورصة القيم المنقولة: مفهومها وموقعها ضمن السوق المالية[1]

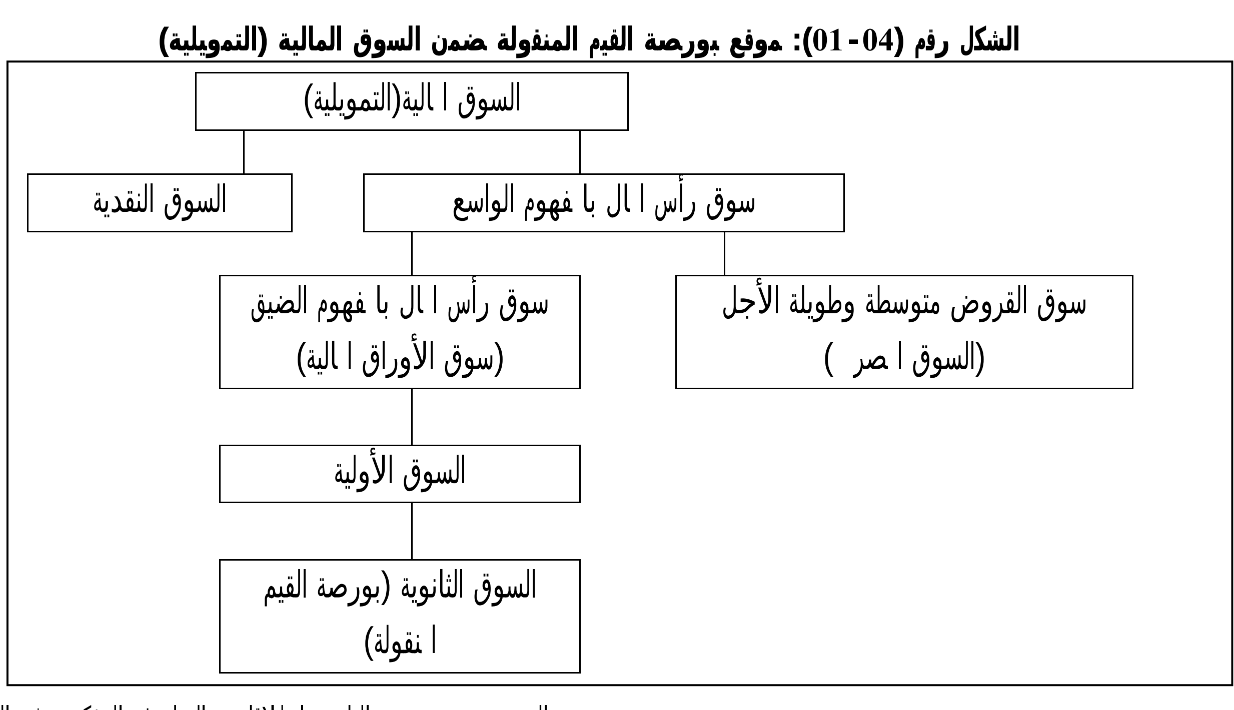
1-1-1- موقع بورصة القيم المنقولة ضمن السوق المالية

تعتبر بورصة القيم من بين الأجزاء المكونة للسوق رأس المال، هذه الأخيرة التي تعد أحد الأطراف التي تشكل السوق المالية (التمويلية) بشكل عام. ويكون موضوع التبادل في مثل هذه الأسواق هو الأموال، إذ لا تختلف فكرتها عن مفهوم السوق بشكل عام، فهي توفر المكان والظروف المناسبة للالتقاء بين من يريدون التعامل بالبيع أو الشراء للسلعة موضوع التبادل والمتمثلة في المال. ويمكن أن نوضح موقع بورصة القيم ضمن السوق المالية من خلال الشكل الآتي:

[1])- لمزيد من التفصيل والاطلاع أكثر، أنظر على سبيل المثال إلى المراجع التي تم اعتمادها :

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية،1997، ص ص:05-08 وص ص:83-112.
- منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، 1994، ص ص: 05-36.
- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار:النظرية والتطبيق: منهج تحليلي كمي، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1988، ص ص:35-37.
- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص ص:41-48.
- مركز الخبرات المهنية للإدارة، المناهج التدريبية المتكاملة: منهج المهارات المالية والمحاسبية المتخصصة: البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، سلسلة يعدها خبراء المركز تحت إشراف عبد الرحمان توفيق، الطبعة الثالثة، 2004، ص ص:03-06.
- الزغيبي والقباني للاستشارات المالية، دليل المستثمر للأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية، جدة، مطبوعة برنامج تعليمي، ص ص:02-07.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان وغزة،2005، ص ص:34-47؛239-248.
- O.Picon, La bourse : Ses mécanismes, Gérer son portefeuille, réussir ses placement, 14e édition, Dalloz, Paris, 2000, P : 12-14.

الشكل رقم (04-01): موقع بورصة القيم المنقولة ضمن السوق المالية (التمويلية)



المصدر: من تصور الباحث انطلاقا من التعاريف المذكورة في المراجع.

انطلاقا من الشكل السابق، سنحاول تعريف مختلف العناصر الواردة فيه، على النحو الآتي:

1-1-1-1- السوق المالية (التمويلية): هو المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين طالبي وعارضي الأموال، مهما كان مصدرها وطبيعتها، وبالتالي فإنه يهتم بجميع عمليات التمويل، إذ يتيح انتقال الأموال من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض نحو الاقتصاديين ذوي العجز. وتنقسم هذه السوق حسب تصنيف أجل التمويل إلى سوق نقدية وسوق رأس المال بالمفهوم الواسع.

1-1-1-2- السوق النقدية: هو المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين طالبي وعارضي الأموال قصيرة الأجل (الأقل من سنة)، إذ بموجبها يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية والجهات الحكومية. وتشكل عمليات التمويل البنكية (سوق ما بين البنوك) جانبا كبيرا منها كخصم الأوراق التجارية (الكمبيالات، سندات لأمر،...)، السحب على المكشوف وتسهيلات الصندوق، بالإضافة إلى اهتمامها بالأوراق المالية قصيرة الأجل المصدرة من طرف الجهات الحكومية للتداول العام كأوذونات الخزينة.

1-1-1-3- سوق رأس المال* بالمفهوم الواسع: هي المكان الذي يتم الالتقاء فيه بين عارضي وطالبي الأموال ذات الأجل المتوسط والطويل (أكثر من سنة)، وينقسم إلى سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل (السوق المصرفي) وسوق رأس المال بالمفهوم الضيق (سوق الأوراق المالية).

1-1-1-4- سوق رأس المال بالمفهوم الضيق (سوق الأوراق المالية): هي المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين عارضي وطالبي الأموال، إذ يقوم طالبوا الأموال بإصدار أوراق مالية (أسهم وسندات وقيم مهجنة) للحصول على ما يحتاجونه من الأموال من طرف العارضين، وتتم العملية على مرحلتين، يتم بموجبها تعريف سوقين وهما السوق الأولية والسوق الثانوية (بورصة القيم).

1-1-1-5- السوق الأولية: هي المكان الذي تتم فيه عملية التمويل الفعلية، إذ يتم انتقال الأموال من عارضي الأموال (المستثمرين الماليين) إلى طالبي الأموال (الحكومة والشركات)، وذلك بمقابل

*- نجد في أغلب الكتب التي تتناول الموضوع باللغة الفرنسية، تطلق تسمية السوق المالية Le marché financier على سوق رأس المال حسب المفهوم المستعمل في دراستنا (المفهوم الأنجلوسكسوني) والعكس، أنظر على سبيل المثال إلى:

- O.Picon, Op.cit, P : 12.

إصدارهم لأوراق مالية (أسهم، سندات وقيم مهجنة) تظهر التزامهم تجاه مانحي الأموال. وعليه، فهذه المرحلة يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة لجمهور المستثمرين، ويتم تنظيم هذه السوق بواسطة بنوك الاستثمار أو بيوت السمسرة الكبيرة أو البنوك التجارية.

1-1-1-6- السوق الثانوية: تتمثل في بورصة القيم المنقولة، إذ يتم فيها التداول الدوري للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية.

1-1-2: مفهوم بورصة القيم المنقولة

تمثل بورصة القيم المنقولة المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للمرة الثانية بعد إصدارها لأول مرة بالسوق الأولية، ولذلك نجدها تسمى بالسوق الثانوية. فإذا كانت السوق الأولية هي المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبيها لتتم فيه عمليتي إصدار الأوراق المالية والتمويل الفعلي، فإن السوق الثانوية (بورصة القيم) تهتم بعملية التسعير(التقييم) الدوري، باعتبارها المكان الدائم لحركية وتداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية بين جمهور المستثمرين الماليين، إذ تمنح لهم المرونة اللازمة لتسيير محافظهم الاستثمارية وفق المعلومات المتدفقة من خلال إمكانية الرجوع إلى السيولة بشكل يختلف عن باقي التوظيفات المالية الأخرى.

وتعتبر السوق الأولية والثانوية طرفين لا يتجزآن عن بعضهما البعض، إذ أنهما يمثلان مرحلتين متكاملتين لسوق رأس المال، لأن نجاح السوق الثانوية وحركيتها هو ضمان لنجاح السوق الأولية في المرات اللاحقة عندما يقرر عارضوا الأموال (الحكومة والشركات) إصدار أوراق مالية جديدة، سواء كانت في شكل أسهم أو سندات أو قيم مالية أخرى (قيم مهجنة).

لقد وردت العديد من التعاريف لبورصة القيم المنقولة في كتابات الباحثين والأكاديميين المهتمين بالموضوع، وهي جميعها اتفقت في تسليط الضوء على العناصر والجوانب التي تميزها مع الاختلاف في التركيز عليها وذكر جوانب دون أخرى من تعريف لآخر. لذلك سنقتصر على بعض التعاريف التي تبرز أهم جوانبها أو تعطي شمولا لمفهومها، إذ:

نجد أن " ش. شمعون" قد عرفها بأنها "سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية"[2].

كما نجد أن " ج.ديفوس و ب.بالي G.Defosse et P.Balley " قد عرفاها بأنها " سوق ثانوية متاحة لعموم الجمهور، وتكون منظمة، بحيث يتم فيها تداول القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة"[3].

وقد عرفت البورصة أيضا بأنها " سوق تتم فيه عمليات البيع والشراء، فعندما يشتري عميل فهو يشتري من عميل آخر وعندما يبيع فهو يبيع لعميل آخر أما البورصة نفسها لا تشتري ولا تبيع"[4].

وفي نفس السياق نجد أن "م. براق" حاول أن يعطي تعريفا شاملا للبورصة من خلال تحليل واستعراض مجموعة من التعاريف، وذلك على النحو الآتي: "البورصة هي مكان أو سوق يلتقي فيه

[2])- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، ص: 07.

[3])- G.Defosse et P. Balley, La bourse des valeurs, Que sais je, Edition Bouchène, Alger, 16e édition, 1993, P : 3.

[4])- ليلى شحاته ونبيل شاكر، بورصة الأوراق المالية ومنشآت التأمين، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1989، ص: 271.

دوريا أعوان مختصون معتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية: أسهم وسندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف بتسعيرة البورصة والتي إما أن تكون بالتقابض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة وتحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل والعلانية..... والبورصة سوق فحينما يشتري عميل فهو يشتري من عميل آخر وحينما يبيع عميل فهو يبيع لعميل آخر، أما البورصة فإنها لا تبيع ولا تشتري فما هي إلا مكان تتم فيه عمليات البيع والشراء"[5].

ما يلاحظ من خلال استعراض التعاريف :

- تركيز تعريف "ج.ديفوس وب.بالي" و"ش.شمعون" على بورصة القيم المنظمة، دون بورصات القيم غير المنظمة.
- شمول التعريف الذي أورده كل من "ل.شحاتة ون.شاكر"و "براق"، إذ أنه يمتد لجميع أنواع البورصات (السلع ،القيم المنقولة، الذهب والعملات)، وبذلك فهما لا يختصان فقط بتعريف بورصة القيم المنقولة، "فبراق" عند تحليله لمفردات تعريفه المقترح، نجده عندما يشرح مفردة "أشياء غير موجودة"[6] فهو يتكلم ويعطي الخصوصية لبورصات السلع، في حين أن بورصات القيم المتداولة تعرف هي أيضا جانبا من هذه العقود، بالإضافة لاستعمال مفردة بورصة دون تعيين لطبيعة موضوع تعاملها.

استنادا على التعاريف المعروضة وبدرجة أكبر على التعريف المقدم من طرف "براق"، سنحاول أن نعطي تعريفا يحاول الوقوف على جميع أوجه التعامل لبورصة القيم، إذ نقول " إن بورصة القيم المنقولة هي كل مكان - سوق ثانوي- منظم أو غير منظم يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون(سماسرة) يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء على أوراق مالية (أسهم، سندات وقيم مهجنة) سبق إصدارها أو على عقود مرتبطة بتلك الأوراق المالية (عمليات آجلة، مستقبليات وخيارات) لصالحهم أو لصالح زبائنهم (المستثمرين الماليين) وفق أسعار تتحدد تبعا لآلية العرض والطلب، مع العلم أن كل هذا يحدث تحت رقابة السلطات الوصية".

يقودنا التعريف المقترح، إلى إمكانية تقسيم بورصة القيم إلى عدة أنواع حسب طبيعة التصنيف المتبع، وذلك على النحو الآتي:

حسب أجل التعاقدات: حسب هذا التصنيف يمكن تقسيمها إلى:

أ- **البورصة الفورية (الحاضرة):** وهي أسواق تتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات وقيم مهجنة، وتتميز بتنفيذ عملية التعاقد فور إتمام الصفقات.

ب- **أسواق المشتقات:** وتشمل سوق العقود المستقبلية، الآجلة والخيارات. وهي أسواق تتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها لاحقا (تنفيذ مستقبلي). وما يميز هذا النوع من الأسواق أنه يتعامل في عقود مرتبطة بالأوراق المالية، وليس بالأوراق المالية ذاتها(بشكل مباشر) كما يحدث في السوق الحاضر. ونجد من بين ما يحدد هذه العقود هو زمن تنفيذ الصفقات والأسعار الفورية... . وعليه فموضوع هذه الأسواق يمثل جانبا كبيرا لتداول ما يعرف في أدبيات الاستثمار المالي بالمشتقات المالية (العقود الآجلة والمستقبلية، عقود الخيار،...)، حيث تشتق من الأدوات المالية الأساسية المتمثلة في موضوعنا هذا بالأسهم

[5])- محمد براق، مرجع سابق، ص: 96.

[6])- نفس المرجع، ص: 97.

والسندات فقط؛ لأن نطاق المشتقات المالية يمتد أيضا للسلع الأساسية، العملات وأسعار الفائدة، مما يضيف لها نوعا آخر من المشتقات وهو المبادلات Swaps.[7]

حسب نوعية (تنظيم) السوق: تقسم البورصة حسب هذا التصنيف إلى:

أ- **بورصات منظمة:** تختص هذه الأسواق في الأوراق المالية المسجلة في بورصة القيم، إذ تمثل التسعير الرسمي، وتكون تحت مراقبة وإشراف لجنة عمليات البورصة (هيئة سوق المال).

ب- **بورصات غير منظمة:** وهي تلك الأسواق التي تهتم بالعمليات خارج البورصات الرسمية في القيم المسجلة في التسعيرة الرسمية والقيم غير المسجلة، وتتولى القيام بهذه المعاملات في الغالب البنوك التجارية وبيوت السمسرة. ويمكن تقسيم هذه السوق مثل ما هو موجود في البورصات الأمريكية إلى سوقين وهما:

أ- **السوق الثالث:** والذي يتم ما بين بيوت السمسرة والتجار من غير الأعضاء المسجلين ولهم الحق في التعامل، وتشمل مؤسسات مالية استثمارية (صناديق المعاشات،....).

ب- **السوق الرابع:** وتتشكل من المؤسسات الكبرى والأغنياء الذين يستخدمون استراتيجية تخفيض العمولات التي يأخذها السماسرة مستخدمين شبكة المعلومات كوسيلة لتخفيض التكاليف.

كما يمكن أن تقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق التسعيرة الرسمية والسوق الثاني:

أ- **سوق التسعيرة الرسمية:** ويطلق عليه السوق الأول، إذ يكون منظما ويفرض شروطا متشددة لغرض الدخول ويمثل بورصة القيم الأساسية.

ب- **السوق الثاني:** هو السوق الذي يكون منظما ويتيح لمؤسسات أخرى لا تتوفر على جميع الشروط التي تفرضها التسعيرة الرسمية من الدخول لها، وفي العموم تكون هذه السوق مخصصة للمؤسسات الحديثة النشأة وذات الحجم الصغير والمتوسط. فعلى سبيل المثال نجد في فرنسا أنه تم إنشاء السوق الثاني Le second marché في سنة 1983 لغرض توفير فرصة الدخول للبورصة للمؤسسات الحديثة وذات الحجم المتوسط التي لا تتوفر على شروط التسجيل في السوق الأول (سوق التسعيرة الرسمية).[8]

وعموما، يمكن للجهات الوصية على تنظيم بورصات القيم أن تصنفها وتخصص أمكنة مالية حسب الاحتياجات والتطورات الحاصلة. فعلى سبيل المثال، مع البروز والتزايد الكبير لما يسمى بالاقتصاد الجديد La nouvelle économie الذي تظهر معالمه من خلال المؤسسات العاملة في قطاعات التكنولوجيا والإعلام والاتصال TMT[*] ، دفع بالسلطات الوصية على الأسواق في دول العالم، خاصة الصناعية منها، إلى إنشاء أو تخصيص أسواق للتعامل في هذا النوع من المؤسسات وعدم الاكتفاء بحساب مؤشرات تخصها (مؤشرات التكنولوجيا) ضمن الأسواق العامة، وذلك لتميزها عن القطاع التقليدي بـ:[9]

---

[7])- لمزيد من الإطلاع والتفصيل أكثر حول المشتقات المالية أنظر على سبيل المثال إلى:
- هشام محمد يونس، القياس المحاسبي والإفصاح عن المشتقات المالية: دراسة نظرية تطبيقية، أطروحة دكتوراه فلسفة في المحاسبة غير منشورة، جامعة القاهرة، 2001، ص ص:8-161.

[8])- O.Picon, Op.cit, P :13.

[*] - TMT : Technologie, Média et Télécommunications.

[9])- C.Boucher, La valorisation des sociétés de la nouvelle économie par les option réelle : vertiges et controverses d'une analogie, CEPN, Université Paris-nord, Mai 2002, P :04.In : http://gdrtics.u-paris10.fr/pdf/doctorants/2002-10_boucher.pdf, Consulté le 15/09/2005.

- ارتفاع سريع في أسعار أسهمها**؛
- ارتفاع مستوى تذبذب Volatilité أسعار أسهمها؛
- مستوى ضعيف في نسبة السعر إلى العائد PER .

فبالنظر لطبيعة هذا النوع من المؤسسات المتميز بسرعة النمو وارتفاع درجة المخاطرة (تقلب كبير للأسعار). قاد السلطات الفرنسية -على سبيل المثال- إلى أن تنشىء في سنة 1996 ما يعرف بالسوق الجديدة Le nouveau marché التي تعتبر أحدث سوق لبورصة باريس، وهي مفتوحة لجميع المؤسسات من مختلف الجنسيات المتميزة بالحركية وبالحداثة في إنشائها، كما تتميز بآفاق نمو كبيرة، مما يجعلها في حاجة كبيرة للأموال[11]. وعليه، تقوم هذه السوق بدورين؛ إذ تستقطب وتمول أنشطة هذه المؤسسات التي تحتاج لسيولة كبيرة من جهة، ومن جهة أخرى، تقدم للمستثمرين الماليين الذي يغلب عليهم سلوك المضاربة سوقا كاملا متميزا باستثمارات ذات عوائد مرتفعة يقابلها مخاطر مرتفعة. وذلك على غرار سوق نازداك بالولايات المتحدة الأمريكية وبنفس شروط القبول التي تفرضها.

بعد استعراض مختلف التصنيفات التي تميز أسواق المال، سيكون التركيز في البحث على بورصة القيم المنظمة، باعتبارها تمثل الشكل (النواة) الأول الذي يتم تأسيسه في البلدان التي تتبنى نظام اقتصاد السوق في المراحل الأولى والشكل السائد في الاقتصاديات الناشئة في عمومها، إذ بعد تطورها يمكن معها ظهور تلك الأنواع من الأسواق، كما هو موجود في أسواق البلدان الصناعية المتطورة وحتى في بعض الأسواق الناشئة.

1-2: المتعاملون في بورصة القيم

يتمثل المتعاملون في بورصة القيم -كأي سوق- في العارضين والطالبين على السلعة موضوع التبادل. حيث يتمثلون في طالبي الأموال وعارضي الأموال. وسنتطرق للمتعاملين في سوق رأس المال حسب تصنيفهم في السوق الأولية من حيث أن هناك عارضين وطالبين للأموال، وما يمكن الإشارة إليه أن بعض الأعوان الاقتصاديين أو المتعاملين قد يكونون ضمن عارضي الأموال، كما قد نجدهم ضمن طالبي الأموال، وذلك حسب أهدافهم المرجوة.

** - إذ يلاحظ بين أكتوبر 1999 ومارس 2000 بأن قيم المؤسسات المنتمية لهذه القطاعات شهدت نموا كبيرا ومطردا في كافة أنحاء العالم بشكل غير مسبوق، فمؤشر نازدك NASDEQ ارتفع بنسبة 84 بالمائة في ظرف ستة أشهر تقريبا، كما أن مؤشر مؤسسات الانترنيت بالولايات المتحدة ISDEX عرف هو الآخر ارتفاعا يقدر بـ109 بالمائة، وفي فرنسا بلغ ارتفاع قيمة كل من مؤشر التكنولوجيا ITCAC و السوق الجديدة على التوالي 235 بالمائة و415 بالمائة، أما في ألمانيا فإن السوق المختص بهذا القطاع Neueur Market ارتفع بـ68.3 بالمائة، وفي اليابان حقق سوق "جازداك" JASDEQ ارتفاعا بنسبة 56 بالمائة، وجميع هذه الارتفاعات قد عرفت تراجعا وحركة تصحيحية كبيرة أفقدتها الكثير في شهر مارس 2000 Le crash de mars 2000 في:
- Ibidem, P: 03.

[11])- P.A.Reucheron et E.Pirou, Evaluation financière des société innovantes lors de leur introduction au nouveau marché, Mémoire de recherche, DESS en finance d'entreprise, Université de Rennes1, Octobre2000, P : 07. In : http://cerefia.eco.univ-rennes1.fr/cerefia/dossiers/prof/introNMEvaluation/memoirePirouReucheron00.pdf , Consulté le 14/03/2004.

1-2-1: طالبو الأموال*

من بين الأعوان الاقتصاديين الذين يحق لهم طلب الأموال في سوق راس المال، ومن ثم إصدار الأوراق المالية، نجد الحكومة والمؤسسة الاقتصادية** فقط. وعليه فهما يعملان، خاصة المؤسسة الاقتصادية، على عرض سلعهم المتمثلة في مختلف الأوراق المالية وتسويقها للحصول على التمويل وتحقيق أعلى سعر ممكن لها.

لذلك، توجد عدة أوراق مالية يتم تداولها في بورصة القيم. إذ يمكن أن نقسمها إلى أوراق مالية كلاسيكية وأخرى إلى قيم مهجنة Valeurs hybrides . وتتمثل الأوراق المالية الكلاسيكية في الأسهم والسندات، هذه الأخيرة التي تكون أيضا موضوع إصدار من طرف الجهات الحكومية (الحكومة المركزية والحكومات المحلية) لغرض تلبية احتياجاتها من التمويل والقيام بالمهام المنوطة بها. ومع التطور الذي حصل لأسواق رأس المال وأمام الحاجة المتزايدة لتنويع الأدوات المالية، تطورت المنتجات المالية، فظهر ما يعرف بالقيم المهجنة، التي سميت بذلك لحملها ميزات مشتركة من الأوراق المالية الكلاسيكية.

ولقد أدى ظهور القيم المهجنة (الأسهم الممتازة، السندات القابلة للتحويل، شهادات الاستثمار،...) إلى إعطاء المتعاملين، خاصة منهم المؤسسة الاقتصادية بدائل ومرونة أكثر للقيام باستراتيجياتها وتحقيق أهدافها على أحسن وجه، إذا ما تم استعمالها ضمن مختلف الأدوات المتوفرة بنوع من الرشادة وحسن التدبير.

إن دخول المؤسسات الاقتصادية للتسجيل في التسعيرة الرسمية للبورصة، مرهون بشروط يتم وضعها من طرف الجهات الوصية. وتكون هذه الشروط تقريبا متشابهة ومعيارية على مستوى جميع البورصات العالمية، إلا أنها قد تأخذ بعض خصوصيات الدولة، فعلى سبيل المثال نجد أن الشروط الموضوعة لقبول المؤسسات في بورصة القيم في الجزائر هي كما يلي[12]:

أ)- فيما يتعلق بالقيم موضوع الدخول:

- أن تكون القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات اسهم SPA ، وتكون جميع أسهمها محررة.
- القيم التي تعطي الحق لأن تدخل في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات، إلا إذا كانت قيم رأس المال التي تنتمي إليها هي محل قبول في التسعيرة.
- يجب أن تكون الأسهم المعروضة للجمهور موزعة على عدد لا يقل عن 300 مساهم.
- أما بالنسبة للسندات يجب أن توزع على عدد لا يقل عن 100 مستثمر في يوم الإدخال.
- بالنسبة للقيم المصدرة من طرف الحكومة تستثنى من الحد الأدنى لا من حيث قيمة الإصدار ولا من عدد حملة الإصدار.

ب)- فيما يرتبط بالشركة التي تطلب إدخال قيمها:

- أن تتوفر على رأس مال لا يقل عن 100.000.000دج.
- أن توزع على جمهور المستثمرين ما لا يقل عن نسبة 20 % من رأس المال الكلي للشركة.
- أن تنشر قوائمها المالية المصادق عليها من طرف محافظ الحسابات للسنتين السابقتين للسنة التي تم فيها طلب القبول.
- يجب أن تقدم مذكرة إعلامية محل تأشير من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة COSOB .

* - للضرورة البحثية، سيكون التركيز بالنسبة لطالبي الأموال على المؤسسة الاقتصادية المدرجة، أما بالنسبة للحكومة فسيكون التطرق لها بشكل عارض.

** - نقصد بالمؤسسة الاقتصادية كل تنظيم يهدف إلى تحقيق الربح، وبالتالي من بين ما تتضمن نجد المؤسسات المالية.

12)-Guide de la bourse et des opérations boursières : La bourse d'Alger, MLP éditions, Alger, 1998, P :23-24.

- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة التي سبقت سنة طلب الدخول.
- إذا كانت قد قامت بالتنازل أو التخلي عن عناصر من الأصول قبل دخولها للبورصة عليها أن تعلم شركة إدارة بورصة القيم SGBV بذلك.
- أن تقدم تقريرا يخص تقييم أصولها يتم إعداده من طرف أحد أعضاء مصف الخبراء المحاسبين الجزائري، دون محافظ حساباتها.
- إثبات وجود خلية للمراجعة الداخلية بالشركة، حيث تكون موضوع تقييم من طرف محافظ الحسابات في تقريره بشأن نظام الرقابة الداخلية للشركة.

وفي بورصة باريس الرسمية (السوق الأول) تتمثل الشروط الواجب توفرها لدخول أسهم المؤسسات في التسعيرة فيما يلي[13]:

- يجب تقديم القوائم المالية للثلاث سنوات التي تسبق طلب القبول مع المصادقة على قوائم السنتين الأخيرتين من طرف محافظ الحسابات، كما أن هذا التصديق ينبغي أن يشمل حسابات السداسي الأخير في حالة ما إذا تم غلق السنة الأخيرة منذ أكثر من 09 أشهر من تاريخ طلب القبول.(مع الإشارة أن الحسابات المقدمة هي حسابات مجمعة Consolidés في حالة الداعي لوجودها لفهم الوضعية الاقتصادية الحقيقية للشركة).
- يجب على الشركة أن تطرح لجمهور المستثمرين ما نسبته 25بالمائة من رأس مالها، مع إمكانية وجود بعض الاستثناءات.
- يجب على الشركة أن تعلم بورصة باريس ParisBourse بكل تغييرات تود القيام بها.
- يجب على الشركة أن تتعهد بالإخبار Le compte-rendu باجتماعات الجمعية العامة.
- يجب أن تحصل على الموافقة من طرف المجلس لغرض ضبط رزنامة كل عملية كعملية الإصدار.
- يجب التعهد بإعلام سلطات البورصة بكل حدث من شأنه التأثير على أسعار البورصة، وعليه لا بد من تقديم كل الوثائق والمعلومات التي تود نشرها.
- يجب أن تتعهد الشركة بان تضمن لحملة الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركة دفع الأرباح والفوائد بدون تكاليف إضافية.
- يجب على الشركات الأجنبية أن تقدم على الأقل أيضا المعلومات الكاملة التي تفرضها وتقدمها للسلطات المعنية في المكان المالي الأصلي لها.

تهدف شروط التسجيل الموضوعة من طرف قوانين وتنظيمات كل دولة في مجملها إلى جعل السوق مصفاة، يتم من خلالها قبول المؤسسات ذات النتائج المالية الإيجابية والتي تتمتع بأداء مقبول في التسيير، مما يدفع بالبورصة إلى توجيه عملية التمويل للمؤسسات الجيدة والقابلة للاستمرار، ومن ثم تحقيق قيم مضافة وثروة في المجتمع، ليستمر دورها بعد ذلك في مكافأة ومعاقبة تلك المؤسسات من خلال ارتفاع وانخفاض قيم أسهمها الموافق لأدائها. فتلك الشروط من شانها أن تعزز وتدعم من الكفاءة التخصيصية للبورصة وجعلها تلعب دورا هاما في ضبط إيقاع النشاط الاقتصادي في إطار آليات السوق.

---

[13])- Règles d’organisation et de fonction de la SBF, Titre 03, avis SBF n°97-366, 31 janv. 1997. In : O.Picon, Op.cit, P : 140.

1-2-2: عارضو الأموال

يتمثل عارضو الأموال داخل سوق رأس المال بمفهومها الضيق في المستثمرين الماليين الذين يتمتعون بفوائض مالية ويودون توظيفها في شكل أوراق مالية. إذ نجد من بين الأعوان الاقتصاديين الذين يقومون بتوظيف أموالهم على هذا النحو العائلات والمؤسسات الاقتصادية*. وباعتبار أن سوق راس المال تحتوي على السوق الأولية والثانوية، فإنه في المرحلة الأولى (السوق الأولية) تحدث عملية توظيف الأموال في القيم التي صدرت لأول مرة ومعها تتم عملية التمويل الفعلية، في حين تتيح المرحلة الثانية (السوق الثانوية) للمستثمرين الماليين المرونة الكافية للقيام بالاستراتيجيات المتعلقة بتسيير حوافظهم كل حسب سلوكه للقيم التي سبق إصدارها.

وسوف نتطرق لدراسة سلوك كل عون متدخل كطالب للأوراق المالية على حدة، وذلك على النحو الآتي:

1-2-2-1: العائلات

يمثل قطاع العائلات الخزان الأكبر للادخار في المجتمع، نظرا لحجم السيولة الكبيرة المتوفرة لدى العائلات الناتجة عن كثرتهم، خاصة بالنسبة للاقتصاديات الرأسمالية**، ومن ثم فهي تشكل بالنسبة لأسواق راس المال الممول الرئيسي لها سواء بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر عن طريق تجميعها بواسطة مؤسسات الوساطة المالية ممثلة بالدرجة الأولى بالبنوك التجارية وصناديق التقاعد أو عن طريق مؤسسات التوظيف الجماعي. إذ نجد أن حصة قطاع العائلات من الرسملة البورصية بلغت لكل من الدول الآتية؛ الولايات المتحدة الأمريكية 38.3 بالمائة في سنة 1978-1980؛ ألمانيا (ألمانيا الفدرالية سابقا) 30 % لسنة 1985؛ فرنسا 29 % سنة 1985؛ اليابان 23 % سنة 1986؛ بريطانيا 20 % سنة 1986[14].

وما يلاحظ في هذا الشأن، هو تفضيل جل العائلات اللجوء إلى مؤسسات الاستثمار الجماعي (كصناديق ونوادي الاستثمار،....) أو نصحهم بها، نظرا لعدم درايتهم الكافية بأحوال السوق ونقص خبرتهم، علاوة على ارتفاع تكاليف حصولهم على المعلومات بالمقارنة بالمؤسسات. فتلك المؤسسات تعمل على جمع مدخراتهم وتوظيفها في بورصة القيم بشكل يتميز بالرشادة والاحترافية، بالنظر لما تتوفر عليه من إطارات ومختصين مؤهلين في شؤون التعامل في القيم المنقولة والاستثمار المالي بصفة عامة.

إن ما يميز سلوك هذا العون الاقتصادي هو السعي وراء تحقيق عوائد من جراء الاستثمار المالي، سواء في شكل فوائض قيمة أو عوائد موزعة (أرباح أو فوائد). إذ يؤدي تدخل هذا النوع من المستثمرين بشكل مباشر للسوق إلى توزيع القيم المنقولة وتشتيت ملكية المؤسسات بين فئة كثيرة. إذ أن الجهات المصدرة للأوراق المالية، تحبذ أن تتوزع أسهمها لدى فئة كبيرة من المستثمرين الأفراد[15]

* - نقصد بالمؤسسات الاقتصادية كل تنظيم يهدف إلى تحقيق الربح، وبالتالي فهي تحتوي على المؤسسات المالية النقدية(البنوك التجارية) وغير النقدية.

** - عموما نجد أن الادخار بالنسبة لقطاع العائلات يرتبط حجمه بطبيعة النظام الاقتصادي السائد، فنظرا لخصوصية النظام الاقتصادي الاشتراكي المرتكز على فكرة الملكية العامة لوسائل الإنتاج، نجد أن الدول التي تنتهج هذا النظام يكون الادخار الفردي فيها ضعيفا بشكل كبير، بالمقارنة بالدول التي تنتهج النظام الرأسمالي المرتكز على المبادرة الفردية.

[14])-M.Dif, Un marché financier en Algérie : Mécanisme de mise en place et de fonctionnement, in L'économie, N°13, Avril 1994, P : 23.

[15])-P.A.Reucheron et E.Piron, Op.cit, P :13.

لتفادي بطأ حركية البورصة، ومن ثم انخفاض في قيمها السوقية. فوجود تنوع في المتعاملين بشكل عام يتمتعون بسلوك وأهداف مختلفة في مجال الاستثمار يعد ضمانا لتنشيط واستقرار السوق[16].

إلا أن ذلك، قد تنجر عنه مخاطر ناتجة عن اتخاذ قرارات عشوائية تؤدي بهم لتكبد خسائر فادحة ناتجة عن قلة الخبرة في مجال التعامل في الأوراق المالية. فأمام هذه الحالة، فإن كثرة المؤسسات الاستثمارية المتدخلة في البورصة أو وجود مستثمرين أفراد كثر محترفين تفي بالغرضين، إذ تعطي للبورصة حيوية أكبر مع ضمان أكبر لمدخرات الأفراد من الوقوع في الخسائر الفادحة.

1-2-2-2: المؤسسات الاقتصادية

يندرج ضمن المؤسسات الاقتصادية مؤسسات الأعمال، البنوك والمؤسسات المالية غير النقدية، فهذه الأخيرة نجدها تمثل جزءا معتبرا مما يسمى في أدبيات الاستثمار المالي بالمستثمرين التأسيسيين Les investisseurs institutionnels ، الذين يمثلون المستثمرين الماليين ذوي الشخصية الاعتبارية (هيئات ومؤسسات تقوم بالاستثمار المالي).

نجد أن المؤسسات الاقتصادية بشكل عام، تهدف من وراء الاستثمار المالي إلى تحقيق عوائد، إلا أن هذه الحالة قد لا تكون دائما الهدف الوحيد أو قد لا تكون أصلا هي الهدف. وعليه سنتطرق إلى السلوك الذي يغلب على كل متعامل من هذا النوع من المستثمرين على النحو التالي:

1-2-2-2-1- المستثمرون التأسيسيون Les investisseurs institutionnels :

يمكن تعريف هذا النوع من المستثمرين على أنهم " الهيئات المالية التي تقوم بتجميع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية من توظيف جزء هام في شكل قيم منقولة"[17].
ونجد من بين أهم المستثمرين التأسيسيين، ما يلي[18]: صناديق الضمان الاجتماعي؛ صناديق التقاعد؛ صناديق البطالة؛ شركات التامين؛ صناديق الإيداع والضمانات؛ هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

يبقى الهدف الأساسي لهذا النوع من المستثمرين هو توظيف الأموال المجمعة لديهم بشكل غير مباشر نتيجة لمزاولة أنشطتهم المالية الأساسية التي يقومون بها؛ صناديق الضمان الاجتماعي، التقاعد، البطالة والإيداع والضمانات، بالإضافة لشركات التأمين، أو بشكل مباشر حيث يكون غرضها ونشاطها الأساسي هو الاستثمار والتوظيف المالي كهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية. إذ يقوم هذا النوع من المستثمرين بدور الوساطة المالية، بحيث عند توفر فوائض مالية لديهم في أوقات معينة بالنظر لطبيعة أنشطهم الأساسية، يقومون بتوظيفها للحصول على عوائد إضافية.

ولقد تزايد حجم استثمارات هذه الهيئات في أسواق المال العالمية، بحيث أصبحت تملك وتسير غالبية الأصول المالية المتداولة بها، خاصة الأسهم التي أصبحت قيمتها تمثل 36800مليار دولار من مجموع قيمة الأوراق المالية البالغة 45000 مليار دولار في سنوات الثمانينيات من القرن

---

[16])-Idem.
[17])- Y.Bernard et J.Colli, Vocabulaire économique et financier,.: in :
- محمد براق، مرجع سابق، ص:134.
[18])- لمزيد من الاطلاع أنظر على سبيل المثال إلى: نفس المرجع، ص ص:134-138.

الماضي[19].ومع هذا التحول الجديد تطور دورها من مجرد توظيف الأموال للحصول على العوائد، لتصبح من بين الفاعلين الأساسيين في سوق السيطرة La prise de contrôle ، نتيجة لاستهداف وتملك نسب معتبرة في رأس مال المؤسسات المدرجة، تمكنها من كسب صفة المساهم صاحب الأغلبية L'actionnaire majoritaire، مما يتيح لها الرقابة وتسيير المؤسسات بأكثر احترافية، مما لو كانت مشتتة السيطرة أو يسيطر عليها فرد أو مجموعة من الأفراد (عائلة مثلا).

وبشكل عام، نجد أن هذه الهيئات لها تأثيرات على منطق الرقابة على مسيري المؤسسات (الوكيل) لتحقيق هدف تعظيم منفعة المساهمين(الأصيل) والمتمثل في خلق القيمة الذي يتم دراسته ضمن ما يعرف في أدبيات التسيير بحوكمة المؤسسات La gouvernance des entreprises[20]، والتي تمثل امتدادا لنظريات؛ الوكالة La théorie d'agence ، حقوق الملكية La théorie des droits de propriété وتكاليف التبادل La théorie des coûts de transaction[21].

مما سبق، وكمثال على التوسع والأهمية التي أصبح يعرفه هذا النوع من المستثمرين في أسواق المال العالمية، نرى بأن حجم استثمار المستثمرين التأسيسيين الأمريكيين فقط في أسواق الأسهم العالمية يبلغ 16517مليار دولار من مجموع قيمتها التي تبلغ 36800مليار دولار، أما في أسواق أسهم الولايات المتحدة الأمريكية فقد بلغ حجم محفظة المستثمرين التأسيسيين في نوفمبر من سنة 1999 ما يقارب 9857 مليار دولار، أي بنسبة 44.6%[**] من مجموع الرسملة البورصية ، في حين كانت هذه النسبة في سنة 1994 32.8% فقط، الأمر الذي يبين أن هناك زيادة معتبرة في حجم الاستثمارات يتبعه توجه جديد في سلوك الاستثمار ونمط ملكية المؤسسات المدرجة في أسواق المال

[19])- D.Baudru, S.Lavigne et F.Morin, Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains, in Revue d'économie financière, 2001, PP :1-3, in : http://www.aef.asso.fr/servlet/servePDF?id=3186 Consulté le 02/05/2005.

[20])- لمزيد من الاطلاع أكثر على حوكمة المؤسسة، أنظر على سبيل المثال إلى:

- F.Parrat, Le gouvernement d'entreprise, MAXIMA éditeur, Paris, 1999, PP : 171-232.
- M.Mesnard, Gouvernance d'entreprise, investissement et croissance : les principes de l'OCDE et leur utilisation, Division des affaires institutionnelles -OCDE Paris-, 2002. In : http://www.oecd.org/FindDocument/ Consulté le 08/03/2005.
- S.Trébucq, De l'idiologie et la philosophie en gouvernance d'entreprise, in Revue française de gestion, N°158, 2005/5, PP : 49-67.
- R.Belkahia, La gouvernance d'entreprise au Maroc : bilan et perspectives, In : Middle easte and north africa corporate gouvernance expert meeting, September 7th 2003, Cairo- Egypt. In : http://www.gcgf.org/ifoext/cgf/AttachentsByTitle/MENA_Sep_03_La+Gouvernance+d'entreprise_Belkahia/$FILE/MENA_sep_03_Gouvernace_Morocco_Belkahia.pdf Consulté le 08/03/2005.
- G.Charreaux, L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace, Septembre 1997, PP :06-10.In : http://www.u-bourgogne.fr/LEG/WP/0970901.pdf, Consulte le 02/03/2005.
- G.Charreaux, Le gouvernement de l'entreprise, In : http://perso.orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/ENCYCGE.pdf. Consulte le 10/01/2007.
- R.Labelle et B. Raffournier, Conseil d'administration et gouvernement d'entreprise : une comparaison internationale, In : La revue du financier, N°127, 2000, PP : 18-28.
- B.Richard, Gouvernement d'entreprises : intérêt des actionnaires et intérêt des dirigeants, In : La revue du financier, N°127, 2000, PP : 29-35.

[21])- G.Charreaux, L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace, Op.cit, P :06.

[**])- يذكر أصحاب المقال -في الهوامش- أن حصة المتعاملين الماليين الآخرين الأمريكيين (البنوك وشركات التأمين) في الأسهم المسعرة هي حوالي 12 % ، مما يبين أن المتعاملين الماليين يملكون أكثر من 56% من راس مال الشركات المسعرة في البورصات الأمريكية. ما يلاحظ أن أصحاب المقال لا يعتبرون شركات التأمين ضمن المستثمرين التأسيسيين على عكس ما جاء في التصنيف المتبع.

لصالح هذا النوع من المستثمرين22، وبشكل عام المؤسسات المالية وما يتبع ذلك من تأثيرات على المؤسسات والبورصات على حد سواء.

1-2-2-2-2- مؤسسات الأعمال والبنوك:

تقوم مؤسسات الأعمال أحيانا بتوظيف ما تملكه من فوائض مالية سواء في السوق النقدي أو سوق المال، وذلك قصد تحقيق عوائد من وراء ذلك، وعدم ترك موارد مالية معطلة تتحمل على إثرها تكاليف دون استخدامها، ففي إطار التسيير المالي والمحافظة على توازنها المالي تقوم بتوظيفها. غير أن هذا الهدف من التوظيف يكون ذو أمد قصير أو متوسط وفي غالبه يتم في السوق النقدية. ويكون الهدف الأساسي من التدخل في أسواق المال هو شراء الأسهم الخاصة بها* أو لمؤسسات أخرى عن طريق العروض العمومية Les offres publiques (للتبادل والشراء وإعادة شراء اسهم المؤسسة نفسها)، إذ يدخل ذلك في إطار عمليات التوسع الخارجي المتمثلة في التدخل في سوق السيطرة وعمليات الاندماج والاستحواذ، بالإضافة إلى إمكانية تغيير هيكلها المالي ومحاولة إعطاء إشارات إيجابية للمستثمرين الماليين (نظرية الإشارة)*، والتي تهدف جميعها إلى تحقيق مكاسب استراتيجية تمكنها من الحفاظ والرفع في قيمتها.

أما بالنسبة للبنوك، فهي في الأساس مؤسسات تهدف إلى تحقيق الربح وتعظيم قيمتها الاقتصادية، لذلك فإن ما يقال على مؤسسات الأعمال ينطبق عليها خاصة إذا كانت هذه البنوك مسعرة في البورصات، إذ تقوم بعمليات الاندماج والتوسع الخارجي بشكل عام من أجل رفع قيمتها الاقتصادية. ويبقى للبنوك خصوصيتها في التدخل في أسواق المال باعتبارها مؤسسات مالية، تقوم بدور الوساطة المالية من خلال جمع المدخرات بالأخص من الأفراد قصد تمويل الاقتصاد، إذ بجنب وظيفتها المعروفة بتوظيف أموالها في شكل منح القروض، تقوم بتوظيف أموالها في شراء الأوراق المالية سواء في شكل أسهم، حيث نجدها كثيرا ما تساهم في رأسمال المؤسسات لغرضي الاستثمار والسيطرة والمساهمة في تشكيل الشركات القابضة Holding ، كما نجدها تستثمر في سوق السندات. وقد تعمل البنوك لحساب الغير من خلال تسيير المحافظ المالية للأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين مقابل حصولها على عمولات، كما أنه بإمكانها تأدية الخدمات ذات العلاقة المباشرة ببورصة القيم كإصدار سندات القرض العام لفائدة الدولة وهيئاتها المخولة قانونا بذلك[23].

---

[22])-Idem.

(*)- تتدخل المؤسسات المسعرة أحيانا لشراء أسهمها لعدة أغراض تستهدف جميعها تحسين وضعيتها قصد تعظيم قيمتها الاقتصادية. ومن بين ذلك يحاول المسيرون إعطاء إشارات إيجابية للمستثمرين(نظرية الإشارات)، كما قد تغير من هيكلها المالي بشراء أسهمها وتمويل ذلك عن طريق قروض بنكية، بالإضافة لاعتبارها بديلا لتوزيع الأرباح في حالة توفر سيولة للمؤسسة تفوق احتياجاتها لتمويل الاستثمارات. لمزيد من الاطلاع والتفصيل أكثر حول عمليات شراء المؤسسة لأسهمها أنظر على سبيل المثال إلى:

- مقال مترجم بعنوان: هل إعادة شراء الأسهم خيار صحيح لشركتك، في مجلة الدراسات المالية والمصرفية؟،2001، ص ص :4-8. من إعداد مركز البحوث المالية والمصرفية بترخيص خاص من: Justin Pettit, Is share buyback right for your company ?, Harvard business review, April 2001.
- J.Hamon, Le rachat d'action : Une politique de valorisation des actions ?, Cahier de recherche n°9801 de CEREG, Novembre 1997, in : www.dauphine.fr/cereg/cahier/cereg9801.pdf , Consulté le 16/09/2005.
- D.Poincelot et A.Schatt, Le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées en bourse : bilan d'une pratique nouvelle en France, In La revue du financier, N°122, PP :31-39.
- J.Pajot, Le rachat d'actions est-il créateur de valeur pour l'entreprise ?, In La revue du financier, N°121, PP :13-15.

[23])- محمد براق، مرجع سابق، ص: 139.

في الأخير ما يلاحظ عموما على بورصة القيم في مجال التوظيف والاستثمار، أنها أتاحت للمستثمرين الماليين مساحة وبديلا آخر يضاف إلى الاستثمار التقليدي في البنوك، بحيث يتميز بمرونة أكثر، نظرا لآلية السيولة التي يتوفر عليها. إذ أن عملية تحويل الأصول المالية إلى سيولة تتم بشكل يومي، مما تسمح للمستثمر من التخاص من الأوراق المالية في إطار تسيير حافظته دون أن يفقد جزءا من قيمة ذلك الأصل على عكس ما يحدث في عملية خصم الأوراق التجارية والديون المصرفية بشكل عام، بل أكثر من ذلك فقد يبيعها بأعلى من القيمة التي اشتراها بها(كما قد تكون العكس) وذلك تبعا لآلية العرض والطلب.

إضافة لما سبق، نجد أن الشروط الموضوعة من طرف البورصة، خاصة منها التسعيرة الرسمية تعد ضمانا للمستثمرين الماليين، بأن قيم المؤسسات محل التداول تتمتع على الأقل عند تاريخ دخولها بصحة مالية جيدة، وأنها تعتبر مؤسسات ناجحة في اختبار التصفية الذي تفرضه تلك الشروط، كما أن إلزامية نشر البيانات والمعلومات بشكل دوري(ثلاثي، سداسي) أمر يجعل من إدارة المؤسسات المدرجة تتفانى وتعمل على إعطاء انطباع وصورة حسنة عن أدائها. وعليه، فبورصة القيم في هذا الشأن وضعت واختارت للمستثمر المالي أحسن المؤسسات من حيث مقاييس القبول التي تفرضها، ليبقى دوره فيما بعد قائما في تكوين محفظة من بين تلك الأصول المالية التي تتميز بكفاءة جيدة من حيث جلب أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر.

1-3: الأطراف المهيكلة لبورصة القيم المنقولة*

بعدما تطرقنا لأهم مكونين لسوق المال المتمثلين في البائع والمشتري اللذين يمثلان جوهر عملية التبادل لأي سوق، سنحاول أن نعرج على أطراف أخرى لا تقل أهمية عنهما، بالنظر لما يقدمونه من تأطير وإشراف وإمداد بالجوانب التقنية واللوجستيكية لإنجاح واستمرار حسن سير تلك المبادلات. وعليه يمكن استعراض مكونات بورصة القيم المنظمة على النحو الآتي[24]:

1-3-1: مؤسسة بورصة القيم

إن عملية التبادل في أي سوق ما، يجب أن تحدث بتلاقي البائع والمشتري، ليتم التفاوض وإجراء مختلف الصفقات، سواء كان سوقا للسلع أو الخدمات أو سوقا للأموال أو العملات. لهذا الغرض نجد أنه في مجال الأوراق المالية قد أعدت أماكن مالية Places financières تدعى ببورصات القيم المنقولة، حيث تمثل مؤسسات قائمة بذاتها تقدم خدمات وتسهل عملية التبادل لعارضي وطالبي الأوراق المالية بمقابل عمولات ورسوم تفرضها على المتعاملين تمثل إيراداتها. وللقيام بعملها على أحسن وجه نجدها تتوفر على معدات تقنية كالحواسيب وشبكة اتصالات وهواتف متطورة ومنصات التعامل، والقيام بعملية تنظيم الجلسات من حيث أوقات التعامل وطرق التسعير،....الخ.

---

*- سيتم الحديث عن الأطراف المهيكلة لبورصة القيم بالاستعانة ببورصة نيويورك للأوراق المالية، باعتبارها أكبر بورصة في العالم، ونظرا لكثرة الحديث عنها في المراجع المتعلقة بالأسواق المالية، كما يتم الحديث عن بورصة باريس باعتبار فرنسا المرجع والنموذج الذي يتم الاستناد إليه كثيرا في سن وتنظيم القوانين بما فيها الفعاليات الاقتصادية في الجزائر، بالإضافة إلى التطرق لبورصة القيم المنقولة بالجزائر من خلال القوانين والشروط والإجراءات المرتبطة بها وبالأطراف المعنية بها.

[24])- تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية:

- محمد براق، مرجع سابق، ص ص:251-267و376-382.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص:94-106.
- La bourse d'Alger, Guide de la bourse et des opérations boursières, M.L.P.Editions, Alger, 1998.

ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة حسب " منير هندي"[25] -خاصة في الدول المتطورة كالولايات المتحدة الأمريكية- إلى أسواق مركزية وأسواق محلية (أسواق المناطق)، حيث يقصد بالسوق المركزي السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة، ومن أمثلة هذا النوع من الأسواق نجد بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم NYSE. أما البورصات المحلية فهي في العادة ما تتعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة التي تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمؤسسة أو في مناطق قريبة منها، مع العلم أنه لا يوجد مانع في أن يتعامل هذا النوع من البورصات في الأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

وفي إطار الأسواق المنظمة نجد أن هناك أسواق التسعيرة الرسمية، والتي تختص بشروط معينة وتكون ذات حجم كبير من حيث حجم الرسملة البورصية وحجم التداول. كما توجد أسواق منظمة بحيث لا تمثل التسعيرة الرسمية، إذ يطلق عليها بالسوق الثاني، و ما يميز هذا النوع من الأسواق أنها في ظل شروط معينة أقل حدة من الشروط التي تفرضها التسعيرة الرسمية، تسمح للمؤسسات من إمكانية الدخول للبورصة للحصول على المزايا التي توفرها. إذ في العموم تختص السوق الرسمية بالمؤسسات الكبيرة والعملاقة، بينما تختص السوق الثانية بالمؤسسات المتوسطة والصغيرة.

فالسوق الثاني توفر إمكانية توسع ونمو المؤسسات، مما يؤهلها في مراحل متقدمة من القدرة على تكملة الشروط التي تفرضها السوق الرسمية خاصة ما يتعلق بمؤشرات الحجم (رأس المال، رقم الأعمال، عدد العمال،...)، ومن ثم إمكانية الدخول لها إذا ما أرادت ذلك. وعليه، فالسوق الثاني يكمل السوق الرسمي من خلال تطوير وتنمية المؤسسات المتوسطة والصغيرة.

وفي الأخير يمكن أن نستخلص أهم ما يميز مؤسسة البورصة، وذلك على النحو الآتي:

- سوق منظم يتم فيه تداول القيم المنقولة، سواء كان سوقا للتسعيرة الرسمية أو سوقا ثانيا، وتتمثل الأوراق المالية في الأصول المالية الأساسية(أسهم، سندات، قيم مهجنة) أو عقودا على تلك الأصول.
- تمثل في غالب الأحوال في شكل شركة للمساهمة، يتمثل مساهموها في الوسطاء الماليين الذين يحق لهم التعامل في القيم المسجلة به، دون غيرهم.
- يكون هذا السوق تحت إشراف ورقابة هيئات الرقابة، خاصة هيئة سوق المال.
- يقوم السوق بوظيفة التنظيم والرقابة فيما يخص قبول إدخال القيم وإمكانية تجميدها أو حذفها وعدة عمليات تخص القيم المنقولة والأطراف المتعاملة بها وفق ما ينص عليه القانون وباستشارة هيئة سوق المال.

في الأخير، نشير إلى أن عمليات القيم المنقولة قد لا تتحدد في مكان مالي معين وقد يحدث التعامل فيها خارج السوق المنظم، مما يجعلنا بصدد السوق غير المنظم، إذ تتم العمليات فيه بشكل متعارف عليه بين مؤسسات السمسرة، وقد يكون التعامل عبر شبكة حاسوب، على غرار NASDAQ بالولايات المتحدة الأمريكية. وما يلاحظ أن هذا النوع من الأسواق بالغ الأهمية في

---

[25] -

- منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، مرجع سابق، ص: 21-22.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 95-96.

التعامل في القيم المنقولة، وهو مصرح به ويكون تحت رقابة الجهات الوصية بأقل حدة من الرقابة المفروضة على البورصات المنظمة، وأكبر دليل على الأهمية التي تتمتع بها مثل هذه الأسواق، شهرة سوق نازداك في الولايات المتحدة وفي باقي العالم، إذ نجد مؤشره من بين المؤشرات المهمة التي تتصدر وسائل الإعلام عند نشرها لمعلومات وأخبار البورصات.

1-3-2: الوسطاء الماليون

في إطار التنظيم الذي تفرضه بورصات القيم المنظمة، فإنه لا يحق لأي متعامل في الأوراق المالية من القيام بالصفقات بشكل مباشر في أوقات الجلسات، إنما يتم اللجوء إلى الوسطاء الماليين (السماسرة) لتنفيذ صفقاتهم بيعا وشراء من خلال إصدار الأوامر المختلفة. ذلك، أن هذا التنظيم في احتكار التداول الفعلي من طرف الوسطاء الماليين، إنما يخلق نوعا من التحكم وحسن السير في جلسات التداول، ويجنب البورصة حالة الفوضى وعدم القدرة على التحكم في المتاجرة والتداول في القيم المنقولة فيما لو كانت مفتوحة لجميع المتعاملين دون أي قيد أو شرط.

ولكي يحق لمن يريد التعامل في الأوراق المالية بصفة وسيط مالي فإنه يخضع إلى جملة من الشروط التي تفرضها الجهات الوصية تدخل في إطار تنظيم العمل في مجال القيم المنقولة بشكل عام. ومن بين الشروط التي تفرض على هذا النوع من المتعاملين نجد الآتي:

- أن يكون الوسيط المالي عضوا أو مساهما في المكان المالي الذي يتعامل وينشط به؛ فنجد على سبيل المثال أن بورصة قيم الجزائر هي عبارة عن شركة مساهمة، يتمثل مساهموها في الوسطاء في عمليات البورصة والذي يحق لهم الدخول والتعامل لحسابهم أو لحساب عملائهم داخلها، أما في بورصة نيويورك، فلا بد أن يكون السمسار المالي ذا عضوية في البورصة يشار لها بالمقاعد المخصصة، إذ للحصول عليها لا بد من دفع مبلغ كبير، بموجبه يحق للعضو التصويت لانتخاب مجلس المحافظين.
- أن يكون الوسيط المالي حاصلا على اعتماد من اللجنة المكلفة بمراقبة وتنظيم البورصات والقيم المنقولة؛ ففي الجزائر تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB من تقديم الاعتماد لهؤلاء الوسطاء الذين قد يكونون أشخاصا طبيعيين أو أشخاصا معنويين عندما تتوفر فيهم الشروط الموضوعة من طرفها.

وما تجدر الإشارة إليه أنه يوجد عدة أنواع من الوسطاء الماليين يتحددون من خلال طبيعة نشاطهم واختصاصهم. إذ أن هذا التنوع نلمسه في بورصات القيم الكبيرة للبلدان الرأسمالية المتطورة على غرار بورصة نيويورك للقيم المنقولة NYSE، والذي واكب التطور العام الذي شهدته هذه البورصات، فعلى سبيل المثال نجد في بورصات الولايات المتحدة، وبالأخص في بورصة نيويورك للأوراق المالية، خمسة أنواع من الأعضاء يمثلون الوسطاء الماليين، وهم[26]: السماسرة الوكلاء، سماسرة الصالة، تجار الصالة، المتخصصون وتجار الطلبيات الصغيرة.

وفي العموم، يمكن تصنيف ما سبق إلى ثلاثة أقسام من الوسطاء، يتم تصنيفهم بالنظر إلى طبيعة الجهة التي يعملون لحسابها، وهم:

1. الوسطاء العاملون لحساب الغير؛ إذ يجسد هذا النوع عمل الوساطة المالية داخل البورصة بشكلها الفعلي، كونهم يعملون لغرض تنفيذ أوامر عملائهم ويتولون مهمة الوساطة بين مختلف

---

[26])- لمزيد من الاطلاع والتفصيل أكثر أنظر على سبيل المثال إلى:
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص:103-106.

المستثمرين فيما بينهم وبين المستثمرين والتقنيين العاملين لحسابهم الخاص، وذلك بمقابل حصولهم على عمولة من طرف زبائنهم.

2. الوسطاء العاملون لحسابهم الخاص؛ يعمل هذا النوع من التقنيين (الوسطاء) بشراء وبيع القيم المنقولة التي يحق له التعامل فيها لحسابه الخاص.
3. المتخصصون؛ يقوم هذا النوع من الوسطاء بدور مزدوج، من حيث أنهم يعملون على إبرام الصفقات لحساب الغير، ولحسابهم الخاص في نفس الوقت لعدد محدد من القيم المنقولة يختصون بها دون غيرها، ولا يمكن أن يتعامل أكثر من متخصص واحد في ورقة ما.

وعموما، يتبلور العمل الأساسي للوسيط المالي في القيام بتنفيذ مختلف أوامر البيع والشراء لصالح عملائه المتمثلين في جمهور المستثمرين، بمقابل حصوله على مقدار من العمولة قد تكون محل تحديد من التنظيمات والقوانين أو قد تتحدد بشكل تفاوضي حسب البلد. ويحق للوسيط العمل لحسابه أو قد نجد وسطاء يعملون لحسابهم فقط والذين يسمون في إنجلترا بـ Jobbers.

بالإضافة إلى الوظيفة الأساسية والهامة التي يحظى بها الوسيط المالي، وفي ظل اتجاه وتطور المؤسسات العاملة في مجال السمسرة، وعلى غرار البنوك الشاملة، أصبح من الممكن أن يقوم السمسار بتقديم النصح والمشورة لفائدة المستثمرين الماليين حول التعامل في الأوراق المالية، من خلال القيام بدراسة وتحليل مختلف الأوراق المالية، ومعرفة الجذاب منها من عدمها، إذ يحصل بمقابل ذلك على أتعاب إضافية. كما قد يمتد عمل السمسار إلى أكثر من ذلك، من خلال قيامه المباشر بتسيير المحافظ الاستثمارية لبعض زبائنه. وما يلاحظ في هذا الإطار أن بيوت السمسرة الكبيرة ومهمة الوسيط المالي بشكل عام أصبحت تتميز بالشمولية من خلال القيام بمختلف الخدمات المالية، نظرا للترابط بين مختلف العمليات التي تقوم بها وتراكم الخبرة في هذا المجال، وسعيا منها لتعظيم مكاسبها.

وتأسيسا على ما سبق، ميزت القوانين المنظمة لمهنة الوسيط في عمليات البورصة بالجزائر بين نوعين[27]؛ يتمثل النوع الأول في الوسطاء محدودي النشاط، ويقتصر دورهم فقط في الوظيفة الأساسية للسمسار المتمثلة في التفاوض على القيم المنقولة المسجلة في البورصة لحساب الغير. أما النوع الثاني فيتمثل في الوسطاء ذوو النشاط غير المحدد، بحيث يمكن أن يمارس هذا النوع من الوسطاء، بالإضافة إلى الوظيفة الأساسية للسماسرة، كل الأنشطة المتعلقة بالاستشارة، التوظيف وتسيير المحافظ الاستثمارية وأنشطة أخرى تحددها القوانين والتنظيمات.

1-3-3: هيئة (لجنة) تنظيم سوق المال

انطلاقا من الدور الرقابي والتنظيمي الذي تحمله الدولة على عاتقها في تنظيم الحياة الاقتصادية، في إطار ما يعرف بالدولة المنظم التي تعمل على الرقابة والإشراف على الفعاليات والمحافظة على التوازنات الاقتصادية، والذي يميز سلوك هذا العون في نظام اقتصاد السوق، كان لزاما أن يتم تشكيل جهات تقوم بالإشراف على أسواق المال، لضمان سيرها والتأكد من عدم الإضرار بالمتعاملين بها. لذا، فهذه الهيئات تسهر على حسن سير وتطبيق القوانين والتنظيمات الرامية لتنظيم عمل جميع الأطراف المتدخلة في بورصات القيم على مستوى الدولة.

[27])- المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 المؤرخ في 3 يوليو سنة1996 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم (الجريدة الرسمية العدد 36 المؤرخ في 01 /93/06) في: مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة، دار هومة، الجزائر، 2006، ص:34-35.

وتهدف مثل هذه الهيئات في أي بلد كان، إلى محاولة ضبط وتنظيم عمل بورصات القيم، لكي تستطيع القيام بمهامها ووظائفها على مستوى اقتصاد البلد من خلال عملية التخصيص الأمثل للموارد، الذي يتبلور في كفاءتها، فترك الحبل على الغالب في مثل هذا الفضاء الاقتصادي من شأنه أن يحيد عن ذلك وبالأهداف المرجوة منه عموما، ويجعله مكانا للمقامرة وللمضاربات غير المشروعة، تتضرر فيه أطراف عديدة. ولعل الأزمة العالمية التي انطلقت وعصفت بأكبر اقتصاد في العالم (الولايات المتحدة الأمريكية)، والمتمثلة في أزمة الكساد الكبير لعام 1929 ، لأكبر دليل على ذلك.

فبالإضافة لما أدت إليه تلك الأزمة من فشل لأفكار الكلاسيك في فكرة اليد الخفية، قانون "ساي" للمنافذ وإمكانية حدوث التوازن العام للاقتصاد عند مستوى الاستخدام التام، كشفت عن الخسائر الكبيرة التي مني بها المستثمرون بسوق المال (القطاع المالي). إذ انخفضت قيمة الأسهم بحدة من 386 إلى 40 دولار، ونتيجة لذلك تم تشكيل لجنة للتحقيق في أسباب ونتائج تلك الأزمة، إذ كان ذلك أول نواة لتشكيل لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC ، التي أسست سنة 1933[28]. إذ بذلك يكون أول ظهور من نوعه لهيئة تعنى بالإشراف على عمليات البورصة على مستوى العالم وتظهر إلزامية تدخل السلطات كمراقب ومنظم لمثل هذا الفضاء الاقتصادي الحساس، والذي صاحبه بعد ذلك انطلاق الفكر الكنزي الداعي إلى ضرورة تدخل الدولة كمنظم في الحياة الاقتصادية بشكل عام.

فبعد عملية التحقيق التي أوكلت لتلك اللجنة، توسع دورها لتقوم بالرقابة على جميع عمليات البورصة، ومنع جميع الأعمال التي يراد من ورائها التأثير على الأسعار بالانخفاض أو الارتفاع التي ينجر عنها خسائر للمتعاملين. ويقع مقر هذه اللجنة بواشنطن العاصمة وتتمتع بصلاحيات واسعة، إذ يمتد مجال رقابتها على كل البورصات بالولايات المتحدة الأمريكية، والتي تجبرها بالقيام بما يلي:
نشر كل المعلومات الخاصة بالقيم المتداولة المقيدة بالبورصة.
تسجيل كل المؤسسات والهيئات التي تقوم بعقد صفقات في البورصات لدى هذه اللجنة.
منع وقوع المعاملات المشكوك فيها في البورصة.
منع المضاربات التي تجعل الأسعار تتغير بصفة مصطنعة....الخ.[29]

بعد ذلك، أدى ظهور لجنة الأوراق المالية والبورصة إلى ظهور مثيلات لها في باقي الدول التي تحوي على بورصات قيم منقولة وإلى الضرورة الملحة لإنشائها جنبا إلى جنب مع بورصات القيم كفاعل ومكون رئيسي لتلك الدول التي تسعى لإنشاء هذا الفضاء الاقتصادي، إذ نجد على سبيل المثال في سنة 1967 قد ظهرت لجنة عمليات البورصة COB في فرنسا والتي نجدها تأخذ في كثير من عملها من لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة، وتقوم هذه اللجنة بالإشراف على عمليات البورصة واتخاذ الإجراءات لتحسين مهامها.

وللوقوف على المهام التي تقوم بها هذا النوع من الهيئات على مستوى البورصة وكذا كيفية تنظيمها سنتطرق لـ :

أ)- لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC بالولايات المتحدة الأمريكية[30]:

تم إنشاء هذه اللجنة عقب صدور التقرير الذي يحوي على نتائج التحقيق الذي أجري للبحث عن أسباب ونتائج أزمة 1929 التي مست سوق المال في الولايات المتحدة، كما سبقت الإشارة إليها.

---
28)- مراد كاظم، البورصة. نقلا عن: محمد براق، مرجع سابق، ص:132.
29)- نفس المرجع، ص132.
30)- نفس المرجع، ص: 255-256.

إذ من بين التوصيات المقدمة في التقرير هو إدخال إجراءات صارمة بشأن الأنشطة البورصية، وعلى إثر ذلك قررت الحكومة الأمريكية سنة 1933 إنشاء هيئة رقابة سميت بلجنة الأوراق المالية والبورصة، مقرها بواشنطن العاصمة، لتمثيل السلطات العمومية، إذ تتمتع بسلطة شبه قضائية.

وتتمثل وظائف هذه الهيئة فيما يلي:

- تعريف معايير تقييد المؤسسات.
- تصنيف المؤسسة المقيدة.
- تقنين إجراءات طلب الاكتتاب العام للادخار.
- تحديد قواعد سير سوق رؤوس الأموال.
- نشر كل معلومة مفيدة للجمهور.
- مساعدة أصحاب القرار السياسي في الميادين الاقتصادية والمالية.
- منع العمليات التي من شأنها أن تغلط مجرى الأسعار بشكل اصطناعي.
- النظر إلى الشكاوى المقدمة من طرف المتدخلين.

ولغرض القيام بمهامها على أحسن وجه نجد أنها تحتوي على تنظيم وهيكل معين، إذ تتكون من خمسة أعضاء يتم تعيينهم من طرف رئيس الدولة آخذا بعين الاعتبار المصداقية والسمعة التي يتمتعون بها في أوساط الأعمال. ونجد أن المحكمة العليا للولايات المتحدة الأمريكية تعطي لأعضاء اللجنة سلطات لاتخاذ القرارات غير القابلة للطعن، إلا في حالات الأخطاء الفادحة،... .

ب)- لجنة عمليات البورصة COB بفرنسا:

تم إنشاء هذه الهيئة سنة 1976 بمقتضى الأمر رقم 67-833 الصادر بتاريخ 28 سبتمبر 1967، وهي تمثل سلطة إدارية مستقلة. إذ أنها مستوحاة من لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية SEC ، وتتمثل مهمتها في:

- المحافظة على الادخار؛
- التأكد من جودة المعلومات المتدفقة للمستثمرين وإعلامهم الجيد؛
- الحرص على حسن سير أسواق المال في البلد.[31]

وللاضطلاع بالمهام المنوطة بها، نجدها تتكون من رئيس يتم تعيينه في مجلس الوزراء لفترة ست سنوات غير قابلة للتجديد وتسعة أعضاء آخرين لمدة أربع سنوات غير قابلة للتجديد وتسعة أعضاء آخرين لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ثلاثة ممثلين للسلطات القضائية (مجلس الدولة، مجلس المحاسبة ومجلس النقض)، وممثل من مجلس أسواق المال، وممثل لبنك فرنسا، وعضو من المجلس الوطني للمحاسبة، وثلاث شخصيات ذوات تأهيل تعين على التوالي؛ من طرف رئيس مجلس الشيوخ، رئيس المجلس الوطني ورئيس المجلس الاقتصادي والاجتماعي، إذ يتم اختيارهم على أساس كفاءتهم المالية والقانونية وخبرتهم في مجال الدعوة العمومية للادخار.[32]

و خول القانون سلطات واسعة لهذه الهيئة، حيث تتمتع بسلطات تنظيم، رقابة، متابعة، منح الاعتماد وفرض العقوبات تعززت بصدور قانون 02 أوت 1889، وذلك لغرض القيام بمهامها على أحسن وجه[33].

---

[31])- O.Picon, Op.cit, P: 24.

[32])- محمد براق، مرجع سابق، ص: 262.

[33])- O.Picon, Op.cit, P :24.

ما يلاحظ عن لجنة عمليات البورصة بفرنسا أنها مستوحاة في كثير من أمور تنظيمها من نظيرتها في الولايات المتحدة الأمريكية المتمثلة في لجنة الأوراق المالية والبورصة. وبشكل عام فالنموذج الأمريكي هو المستعمل والطاغي في هذا المجال في فرنسا وفي باقي الدول العالم مع بعض الخصوصيات لكل بلد. إذ ذلك ليس بالغريب، كون أن أول هيئة لرأس المال ظهرت بالولايات المتحدة الأمريكية، كما سبق وأن أسلفنا، وبالنظر لقدم وتطور وريادة بورصات القيم بشكل عام في هذا البلد الذي يمثل أكبر اقتصاد في العالم.

في الأخير ومما سبق، ونظرا للأهمية البالغة التي تحظى بها هذه الهيئة، نجد أن أي دولة تحتوي على بورصة أو بورصات للقيم توجد فيها مثل هذه الهيئة التي تمثل الدور التنظيمي والرقابي للسلطات، حتى وإن اختلفت في كيفية تشكيل وتعيين أعضائها ومجال تدخلهم وبعض الأمور المرتبطة بتنظيمها من دولة لأخرى.

وما ينبغي أن نشير إليه في هذا الصدد، أنه توجد جهات أخرى تعزز الدور الذي تقوم به مثل هذه الهيئات في مجال الرقابة وتنظيم العمليات على القيم المنقولة، فعلى سبيل المثال، نجد في فرنسا؛ مجلس أسواق المال CMF[34]، السلطات النقدية والعمومية، البورصة نفسها (بورصة باريس (ParisBourse (ex-SBF) وهيئات أخرى[35]. لكن تبقى هيئة رأس المال أهم جهة مسؤولة عن ذلك الدور نظرا لارتباط إنشائها بذلك الغرض بشكل مباشر وللصلاحيات المخولة لها من طرف القانون، وبالنظر لتركيبة أعضائها التي تشمل كل الأطراف المعنية بالعمليات على القيم المنقولة، بالإضافة للخبراء في ذلك المجال، وأطراف أخرى من الأهمية بمكان في مثل هذه العمليات (قاض يمثل الجهات القضائية وممثل عن البنك المركزي).

بعد ما تطرقنا لبعض المفاهيم الأساسية المتعلقة ببورصات القيم، من خلال نظرة عامة وعابرة مكنتنا من فهم هذا الفضاء الاقتصادي. سنتطرق في الجزء القادم إلى جانب غاية في الأهمية، والمتمثل في نظرية كفاءة الأسواق المالية وما لها من تأثيرات متبادلة بينها وبين عملية قياس قيمة المؤسسة.

المبحث الثاني: دراسة تحليلية لكفاءة بورصة القيم والعلاقة بينها وبين تقييم المؤسسة

يعتبر مفهوم الكفاءة Efficience من المفاهيم التي لاقت اهتماما واسعا على مستوى الفكر الاقتصادي، ذلك لما تعبر عنه من التخصيص والتوزيع الأمثل للموارد والإمكانيات على مختلف الفعاليات الاقتصادية، خاصة في ظل الندرة (المشكلة الاقتصادية) وذلك للوصول إلى أقصى حد ممكن من الإشباع.

إن هذا الاهتمام بمفهوم الكفاءة على مستوى الفكر الاقتصادي، امتد وانعكس على الفكر المحاسبي والمالي على حد سواء، وذلك فيما يرتبط بكفاءة الأسواق المالية بالتحديد. فإذا كان الأول يرى لها من خلال طبيعة البيانات والمعلومات المحاسبية المنشورة ومدى سرعة استجابة واستيعاب السوق لها وانعكاسها في أسعار الأوراق المالية، فإن الثاني اهتم بهذا المفهوم من خلال النظريات والدراسات الميدانية التي قامت وصيغت في ظل افتراضات كفاءة السوق من عدمها، وما ترتب عنها

[34])- للإطلاع على هذه الهيئة، أنظر على سبيل المثال إلى :
- M.Roussille, Quelle est la place du conseil des marchés financiers dans le système financier ?, In La revue du financier, N°121, PP : 16-22.

[35])- لمزيد من الاطلاع والتفصيل أكثر حول الجهات الرقابية على بورصات القيم في فرنسا، أنظر إلى:
- O.Picon, Op.cit, PP:23-26.

من نتائج سواء بالنسبة للمؤسسات أو للمستثمرين الماليين* (نظريات الهيكل المالي، نظرية الوكالة، عدم تماثل المعلومات، نظرية المحفظة، قيمة المؤسسة،...). ولهذه الأهمية التي يكتسيها هذا الموضوع سنحاول تسليط الضوء في هذا المبحث على النقاط التالية:

- مفهوم وشروط كفاءة بورصة القيم.
- مرتكزات الكفاءة الاقتصادية لبورصة القيم.
- صيغ الكفاءة لبورصة القيم.
- العلاقة بين كفاءة بورصة القيم وتقييم المؤسسة.

2-1: مفهوم وشروط كفاءة بورصة القيم

2-1-1: مفهوم كفاءة بورصة القيم**

قبل التطرق لأهم المفاهيم التي تناولت كفاءة السوق المالية، لابد أن نشير إلى أن نظرية كفاءة الأسواق المالية ارتبطت كثيرا باسم المفكر "أ.فاما" Eugene Fama***، لأن دراسته كانت من الدراسات الأولى التي تطرقت لمفهوم كفاءة الأسواق، بالإضافة إلى أن أغلب أبحاثه والتي كانت تصب في القرارات المالية، كان ينظر لها في إطار السوق المالية[36]. ولهذه الأهمية التي يحظى بها هذا المفكر في هذا المجال سننطلق من تعريفه.

فحسب "فاما" " فإن السوق الكفء، هو ذلك السوق الذي يحتوي على أعداد كبيرة من المتدخلين الراشدين والراغبين في تعظيم أرباحهم، وتكون أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية، الجارية والمتوقعة."[37]

وفي نفس السياق، يرى "ل. هايم وس.مارشال" "L.Haim &S.Marshall" " بأنه يكون السوق ذو كفاءة لما تنعكس المعلومات الملائمة المعطاة عن الأسهم على أسعارها، ويصبح سعر السهم الحالي هو أفضل توقع لقيمة السهم، وبذلك لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على هذه المعلومات الجديدة."[38]

---

* هذه الدراسات ونتائجها تنصب في مجال مالية المؤسسة ومالية الأسواق على حد سواء، للإطلاع أكثر ينصح بالرجوع للكتب التي تدرس هذين المجالين.

** -نتكلم هنا وفي كافة البحث عن الكفاءة الإعلامية L'efficience informationnelle المرتبطة بتدفق المعلومات وانعكاسها في السعر والتي حظيت بالدراسات المستفيضة سواء في الفكر المحاسبي أو المالي. كما نشير إلى أن هناك عدة مفاهيم ودراسات تمت حول كفاءة الأسواق المالية، وغالبية هذه التعاريف والمفاهيم استخلصت من دراسات ميدانية Etudes empiriques مست بعض الأمكنة المالية، خاصة بالولايات المتحدة الأمريكية.

*** -يعود الفضل أيضا في تأسيس النظرية الحديثة للكفاءة الإعلامية إلى جانب "فاما" لـ "ساميلسون Samuelson "، إلا أنها اقترنت كثيرا باسم الأول. مذكورة في المرجع:

- G.Charreaux, Michel C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle, in Les grands auteurs en finance, Op.cit, P :126.(بتصرف)

36)- لمزيد من التفصيل أنظر:

- J.Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, in Les grands auteurs en finance, Op.cit, PP : 88-119.

37) - E. Fama , Efficient capital markets : A review of theory and empirical work, in Journal of finance, Vol 25.N°2, May1970, P : 384.

38) - L.Haim & S.Marshall, Portfolio and investments selection : theory and practice,. in:

- ثناء عطية فراج محمد، تطوير فعالية المعلومات المحاسبية لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية- دراسة نظرية تطبيقية مقارنة-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، 1991، ص:8.

ويعرف أيضا "أحمد .بلقاوي" A.Belkeoui السوق الكفء " بأنها تلك السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية لقيمتها الحقيقية وتتحرك عشوائيا دون إمكانية السيطرة عليها."[39]

وفي سياق آخر، نجد أن "ن.قوندس" N.Gonedes في دراسة قام بها على كفاءة السوق، استنتج بأنه في مثل هذه الأسواق، تستجيب أسعار الأوراق المالية بها بشكل سريع ودون تحيز (تمييز) إلى أي معلومات جديدة.[40]

وفي مجال تحديد نوعية المعلومات التي تؤثر في التقييم السوقي للأسهم، بين "م.إ.هندي" ذلك "بأن سعر السهم المتداول لمؤسسة ما يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم."[41]

ويرى "جنسن"Jensen 1978 أنه في السوق الكفء، تعكس الأسعار المعلومات إلى الحد الذي تتعادل فيه الأرباح الإضافية (غير العادية) الناتجة عن استغلال المعلومات مع التكاليف الإضافية الناتجة عن استخدام تلك المعلومات[42]، حيث يرتكز تعريفه على استحالة تحقيق أرباح عند التعادل Profit d'arbitrage في ظل التكاليف المرتبطة بالتسيير وإبرام الصفقات[43]، أي أن المستثمر عند محاولته لتحليل المعلومات سوف يجد أن تكلفتها مرتفعة، إضافة إلى تكاليف تسيير الاستثمار بشكل عام وإبرام الصفقات، بحيث تتساوى تلك التكاليف مع الربح الإضافي الذي يحاول أن يجنيه.

ويرى "إ. الدسوقي عبد المنعم"[44] أن أية محاولة لتحديد تعريف لماهية سوق الأوراق المالية الكفء يجب أن تراعي مجموعة من الاعتبارات الآتية:

1. ضرورة ارتباط مفهوم كفاءة السوق بصورة مباشرة بآلية عملية تسعير الأوراق المالية بدرجة أكبر من ارتباطه باتجاهات الأفراد، أو باختيار التوليفة الملائمة للاستثمار (محفظة الأوراق المالية) وهي ما ترتبط بذلك المفهوم أيضا لكن بصورة غير مباشرة، الأمر الذي ينتج عنه تحديد قيمة سوقية عادلة للورقة المالية تقارب بدرجة كبيرة القيمة الحقيقية لها؛
2. مراعاة وجود فروق بين أطراف التعامل في سوق الأوراق المالية من حيث تباين قدراتهم على استيعاب وتحليل وتفسير المعلومات، مما يؤثر في النهاية على اتخاذهم لقرارات استثمار متباينة؛
3. يتميز سوق الأوراق المالية الكفء بأنه يكون دائما في حالة توازن مستمر من حيث تأثير المعلومات المتاحة على أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه؛
4. توافر إمكانية تصنيف الأسواق المالية إلى درجات متعددة من حيث الكفاءة، وذلك عن طريق الارتباط بحجم المعلومات التي يتم توافرها.

---

39)- A.Belkeoui, Accounting theory. in:
- نفس المرجع، ص:8.

40)- N.Gonedes, Efficient capital markets and external accounting, in The accounting review, January 1972, P :12.

41)- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 489-490.

42)- J.Hamon, Op.cit, P :101.

43)- G.Charreaux, Michel C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle, in Les grands auteurs en finance, Op.cit, P :126.

44)- إبراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم، مرجع سابق، ص:74-75.

من خلال ما تقدم من المفاهيم والتعاريف المستعرضة، يمكن أن نستخلص جملة من المميزات والخصائص المرتبطة بالأسواق الكفؤة، وذلك على النحو الآتي:

- يفترض في هذا السوق وجود عدد كبير من المتدخلين من عارضين وطالبين للأوراق المالية لضمان التنافس وعدم الاحتكار، مثل حالة جميع الأسواق المتميزة بالمنافسة التامة، أي كان موضوع تعاملها؛
- يفترض في هؤلاء المتدخلين أن يتميزوا بالرشادة الاقتصادية من خلال سعي كل طرف منهم إلى تعظيم منفعته، وبذلك يكون الجميع في سعي للبحث والوصول إلى أقصى حد ممكن من الأرباح وتقليل المخاطر؛
- يفترض في السعر المسجل في كل لحظة بأنه يعكس المعلومات الداخلة للسوق باستمرار ودون تمييز، حيث أن:

1. السعر (القيمة السوقية) هو عبارة عن نتيجة للعرض والطلب، اللذين يمثلان تجسيد مجموع قرارات المستثمرين بيعا وشراء نتيجة تحليلهم للمعلومات الداخلة للسوق بغية الوصول لقياس القيمة الحقيقية للورقة المالية.
2. تتمثل المعلومات في جميع المعلومات، سواء كانت مباشرة عن المؤسسة المصدرة للورقة المالية؛ من خلال البيانات المحاسبية المنشورة دوريا وإجباريا أو تحليلات المحللين الماليين والصحف المتخصصة حول آفاق نمو المؤسسة، أو بشكل غير مباشر؛ المعلومات حول القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة؛ المعلومات ذات الصلة بالاقتصاد الكلي والأحداث الدولية، وسواء كانت ماضية، جارية أو متوقعة في المستقبل.

- يفترض تماثل المعلومات المتدفقة للسوق والقدرة على تحليلها لجميع المتعاملين؛
- يفترض عدم قدرة أي متعامل من تحقيق أرباح غير عادية*؛ نظرا لسرعة الوصول إلى نقطة التوازن بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية والتي تتغير بناءا على دخول معلومات جديدة، ويكون انعكاسها سريعا في السعر، مما يحول دون تحقيق فارق بين القيمتين.

ما يجدر الإشارة إليه، هو أنه يوجد ضمن مفهوم كفاءة الأسواق بشكل عام مفهومان؛ حيث أن المفهوم الأول يرتبط بالجانب النظري للكفاءة والتي يطلق عليها بالكفاءة التامة، أما المفهوم الثاني لكفاءة السوق فيمثل الجانب العملي الأقرب للواقع، الذي تسعى الأسواق لتحقيقها، والتي يطلق عليها اسم الكفاءة الاقتصادية. ويتجلى الفرق بين المفهومين في وجود فاصل زمني بين لحظة تدفق المعلومات وانعكاسها في السعر من عدمه، فالنسبة للكفاءة التامة تقضي بعدم وجود فاصل زمني، بينما الكفاءة الاقتصادية تقر بوجود ذلك الفاصل الزمني، مما يعني أن القيمة السوقية لورقة مالية ما قد تكون أعلى أو أقل-حسب الحالة- بقليل من القيمة الحقيقية لها في ذلك الفاصل الزمني، ولكن ليس بالدرجة التي يتاح فيها للمستثمر من تحقيق أرباح غير عادية في المدى المتوسط. لذلك، قد يحقق بعض المستثمرين الذين لديهم القدرة على سرعة الاستيعاب والتحليل ضمن ذلك الفاصل الزمني أرباحا غير عادية.

وعموما، فموضوع الكفاءة كباقي المواضيع نالت حظا من الدراسات النظرية، التي تحاول التأسيس النظري للظاهرة، وفق ظروف وافتراضات بنيت على أساسها يصعب أو يستحيل تحقيقها على أرض الواقع. وعليه، فالكفاءة التامة هي الإطار النظري للظاهرة، وتبقى جد مهمة باعتبار عديد الدراسات والنظريات في مجال المالية الحديثة قامت عليها، أما الكفاءة الاقتصادية فهي الجانب الميداني والتطبيقي للظاهرة المستوحى من الجانب النظري والتي يمكن تجسيدها على أرض الواقع.

* نقصد بالربح غير العادي الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

وفي هذا الصدد سنتطرق في الجزء الموالي للشروط والفروض التي تقوم عليها الكفاءة التامة لسوق الأوراق المالية.

2-1-2: شروط وافتراضات الكفاءة التامة للسوق

تمثل الكفاءة التامة الجانب النظري لمفهوم كفاءة السوق بشكل عام. وعلى هذا الأساس، فإن أي نظرية علمية نجدها تقوم على مجموعة من الافتراضات التي تمثل الشروط الضروري توفرها مجتمعة لتتحقق الظاهرة. وتتمثل هذه الافتراضات في[45]:

1. أن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية فيما يخص وضعيتها الحالية أو توقعاتها متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكلفة تذكر. ومن ثم، فإنه يتوقع أن تتماثل كل تنبؤات المستثمرين وذلك نتيجة لتماثل المعلومات التي يتحصل عليها كل واحد منهم.
2. وجود عدد كبير من البائعين والمشترين للأوراق المالية على النحو الذي لا يمكن لأي منهم من تغيير أسعار السوق، بمعنى أنه يتعين على جميع المستثمرين الاقتناع بالأسعار المعلنة في السوق والمحددة بقوى العرض والطلب والقبول بها والأخذ بها أيضا. ومن ثم، فإنه يفترض أنه ليس باستطاعة أي متعامل أن يؤثر على الأسعار من خلال عمليات البيع أو الشراء وإن كانت ذات الحجم الضخم.
3. عدم وجود أي قيود على التعامل من تكاليف الصفقات من عمولات سمسرة أو ضرائب أو غير ذلك. كما يمكن للمستثمر أن يتعامل بالبيع أو الشراء على أية كمية من الأوراق مهما صغر حجمها وذلك بسهولة. كما أنه لا توجد أية قيود تشريعية تحد من حرية دخول وخروج المستثمرين أو تلك المؤسسات التي هي في حاجة إلى مصادر تمويل طويل الأجل.
4. اتصاف المستثمرين بالرشادة حيث يسعى كل واحد منهم إلى ترشيد تصرفاته الاستثمارية على النحو الذي يحقق له المنفعة القصوى وذلك من خلال تعظيم العوائد التي يتحصل عليها نتيجة استثمار ثرواته.

إضافة إلى هذه الشروط، والتي تمثل افتراضات تقوم عليها الكفاءة التامة، هناك شروط أخرى جاءت في العديد من الكتب والدراسات التي اهتمت بهذه الظاهرة، نسردها كما يلي[46]:

- عدم وجود أي قيود على منح القروض والاقتراض للمتعاملين بالسوق، حتى يمكنهم من إبرام الصفقات وتسيير محافظهم، في حالة احتياجهم للتمويل والسيولة اللازمتين لذلك. مع تعامل

---

[45]- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 494-495.

- F.Rosenfeld, R.Hannoset & R.Sabtier, Analyse financière et gestion des valeurs mobilières : 1- Analyse des actions des sociétés,. in :

- محمد براق، مرجع سابق، ص:188-189.

[46]- يمكن الرجوع في ذلك على سبيل المثال إلى:

- إبراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم، مرجع سابق، ص ص:76-78.
- سعيد توفيق عبيد، درجة كفاءة سوق الأوراق المالية وإمكانية التطوير: دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالقاهرة، في مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد الثامن والثلاثون، 1990، ص ص:174-176.
- أمال التجاني علي، دور المعلومات في رفع كفاءة الأسواق المالية، ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية، الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية، 15-17 نوفمبر1987، ص6.
- خيري علي مصطفى الجزيري، كفاءة الأسواق المالية: بحث في الأسس النظرية مع التطبيق على سوق الأوراق المالية لجمهورية مصر العربية، في مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد الثالث والأربعون، 1992، ص:181-182.

وتسليم المقرض والمقترض بمعدل الفائدة السائد بالسوق، دون تحمل أي أحد منهم لتكاليف إضافية، قد تؤدي إلى التأثير على معدل الفائدة السائد بالسوق.

- وجود آلية التحليل والتقييم المستمرين للأوراق المالية، يقوم بها المتعاملون بالسوق لدى دخول أي معلومات تخص تلك الأوراق المالية، سواء بشكل مباشر لنشاط المؤسسة المدرجة أو بشكل غير مباشر فيما يرتبط بحالة القطاع وحالة الاقتصاد الكلي في سبيل اتخاذ قراراتهم المختلفة. مع ضرورة أن تتم عملية التحليل والتقييم بشكل موضوعي، وذلك إلى الحد الذي يجعل من تأثير تلك العملية، إنما تتم بشكل عشوائي من متعامل إلى آخر دون تحيز لمصلحة مستثمر أو مجموعة مستثمرين على حساب آخرين.
- عدم التمييز بين الضرائب على الدخل والضرائب على أرباح المؤسسات، ذلك أنه في حالة اختلاف النسب الضريبية بينهما، يؤدي إلى زيادة الميل تجاه اختيار وتفضيل اتباع سياسات مالية واستثمارية معينة.
- عدم وجود تكلفة للإفلاس في السوق، وذلك حتى يتمتع المتعاملون بحرية كاملة فيما يرتبط بالقيام بالاستثمار أو تصفية تلك القائمة منها دون تكبد أية تكلفة قانونية أو محاسبية ناشئة عن تلك الاستثمارات. ذلك أن خوف المستثمرين من الإفلاس بسبب ارتفاع تكاليفه سيؤدي بهم إلى تجنب الاستثمار في الكثير من الفرص الاستثمارية المربحة، الأمر الذي يسبب انخفاضا في قيمة المؤسسة وبالتبعية انخفاض قيمة أسهمها في السوق.
- عدم وجود تكاليف الوكالة بهذا النوع من الأسواق، حيث تنشأ مشكلة الوكالة في حالة سعي كل من الوكيل والأصيل إلى تعظيم منفعته الخاصة، مما قد ينتج عنها خرق بنود التعاقد بينهما وتصبح بذلك المصالح متعارضة، ولذلك فقصد تأكد الأصيل من قيام الوكيل بالعمل لصالحه وتعظيم ثروته نتيجة لتعظيم قيمة المؤسسة، وليس لصالح إشباع احتياجاته.الأمر الذي يؤدي بالأصيل إلى القيام بـ :
  1. وضع أنظمة حوافز للوكيل لتشجيعه على العمل لصالحه و/أو؛
  2. وضع أنظمة رقابة لتتبع تصرفات الوكيل، بغية الحد من التصرفات التي تتعارض بمصالح الأصيل وتضر بها.

ويترتب على وضع هذه الأنظمة تكاليف مباشرة للوكالة، إضافة للتكاليف غير المباشرة المتمثلة في الاستعمال المفرط لأموال المؤسسة من طرف الوكيل في مظاهر الرفاهية في مكتبه واستخدام السيارات...، حيث يتحمل الأصيل كل تكاليف الوكالة هذه [*].

ما يلاحظ على الافتراضات الأربع ، فيما يتعلق بمدى تحققها على أرض الواقع، هو صعوبة التحقق مما يجعل هذه الكفاءة نظرية. فبالنسبة للفرض الأول، فإنه يصعب تحقيقه، بالرغم من وفرة مصادر المعلومات التي قد تكون مجانية كوسائل الإعلام المتخصصة من صحف، أخبار اقتصادية، إضافة إلى الدراسات والبحوث المنشورة في المعاهد والجامعات. مما يتيح للمستثمرين كم هائل من المعلومات تفوق قدرتهم على تحليلها. بالإضافة إلى سرعة انتقال المعلومات بتكلفة معقولة بسبب التطور التكنولوجي الحاصل في وسائل الاتصال.

إن الافتراض السابق على مطلقه غير قابل للتطبيق على أرض الواقع، خاصة فيما يتعلق بوصول المعلومات للجميع في نفس اللحظة، فقد نجد مستثمرين لهم علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالمؤسسة سيحصلون على تسريبات لمعلومات قبل أن تتوفر للعموم، مما يتيح لهم الفرصة من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين. لقد أثبتت التجربة الميدانية عدم تماثل المعلومات، وهذا ما

[*] - يترتب عن تكاليف الوكالة ارتفاع معدل المردودية المطلوب من المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة.

يفسر كثيرا بعض الوقائع والنظريات، خاصة تلك المتعلقة بنظرية وتكاليف الوكالة**. بالرغم من ذلك، فلابد من التنبيه بأن عدد هؤلاء الذين يحصلون على معلومات مميزة ضئيل، وأن غالبية المعلومات يمكن أن تصل إلى جمهور المستثمرين بسرعة كبيرة خاصة في ظل تقدم سبل الاتصال[47].

أما فيما يرتبط بالفرض الثاني، فقد أثبتت التجربة بقدرة كبار المستثمرين بعقد صفقات ضخمة من شأنها التأثير وحتى توجيه الأسعار بما يخدمهم ويؤدى بهم لتحقيق أرباح غير عادية. فهذه القلة من كبار المستثمرين من شأنها قيادة السوق، وتصبح قرارات باقي المستثمرين تابعة لما يقوم به هؤلاء، كما أن لعمليات شراء الحزم وعمليات العروض العمومية للشراء لأغراض السيطرة تأثير بالغ على سعر السهم المستهدف. وفي هذا المجال لاحظ "شوارتز Shwartz,1991 " أن ما بين 70 بالمائة إلى 75 بالمائة من حجم الصفقات التي أبرمت في بورصة نيويورك للأوراق المالية خلال عشرية الثمانينات، كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، بحيث يتصف حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات بالضخامة مما يحدث آثارا في أسعار الأوراق المالية موضوع الصفقة[48]. وعلى الرغم من ذلك يؤكد "فرنش French, 1989 " على أن صفقات ضخمة تتضمن عشرات الآلاف من الأسهم تبرم يوميا لأغراض مختلفة، دون أن يكون لذلك أثر ملموس على سعر السهم محل التعامل[49].

أما بالنسبة للفرض الثالث، فإن الواقع لا يخلو من القيود التي تقاص من هوامش الأرباح التي يتطلع المستثمرون إلى تحقيقها، بوصفها تكاليف يتكبدونها عند القيام بتعاملاتهم. إضافة إلى وجود الضرائب وبعض القوانين التي تضع قيودا وسقوفا للتعامل في بعض العمليات في إطار عمليات التنظيم التي تقوم بها لجنة عمليات البورصة بالدرجة الأولى، كالعمليات المرتبطة بالشراء النقدي الجزئي وعمليات البيع على المكشوف. كل هذه الأمور من شأنها أن تحد من حرية المتعاملين في إبرام الصفقات فيما لو كانت تلك القيود غير موجودة. ومع ذلك يعتقد "رادكليف Radcliffe, 1982 " في أن تكلفة المعاملات تعتبر ضئيلة إلى الحد الذي لا يمكن معه أن تمثل حائلا في طريق إبرام الصفقات، وأن الضرائب والقيود التي تفرضها التشريعات لم يثبت الواقع أن لها أثرا ملموسا على حركية التعامل في أسواق رأس المال[50].

أما فيما يخص الفرض الرابع، فهناك شبه إجماع على تحققه في أرض الواقع، ذلك أن أي عون اقتصادي يبحث عن تعظيم منافعه، وهي الميزة التي تغلب على الأعوان ضمن اقتصاد السوق، ومن ثم فالمتعاملين في الأسواق المالية أحرى بأن يتمتعوا بالعقلانية والرشادة في إبرام صفقاتهم.

ما يلاحظ على الافتراضات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة التامة أنها غير قابلة للتحقق، ويبقى فقط الفرض الرابع والمتعلق برشادة الأطراف المتعاملة بالسوق هو القابل للتحقق. فإذا تم التسليم بالفرض الأخير فقط باعتباره القابل للتحقق، فإننا بصدد الكفاءة الاقتصادية التي سبق الإشارة إليها.

** - تهتم نظرية الوكالة بدراسة العلاقات التعاقدية للوكالة داخل المؤسسة، خاصة بين المسير والمساهمين وما ينتج من صراعات وتكاليف في ظل عدم تماثل المعلومات، وعدم التزام الوكيل بتحقيق منفعة الموكل (الأصيل).

47)- D.French, Security and portfolio analysis ; concepts and management ,.in:
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 495.

48)- R.Schwarz, Institution analysation of the equity markets. in:
- نفس المرجع، ص:496.

49)- D.French, Security and portfolio analysis ; concepts and management. in:
- نفس المرجع، ص: 496.

50)- R.Radlcliffe, Investment : concepts, analysis and strategy .in :
- نفس المرجع، ص: 496.

مما سبق، يلاحظ أن من بين هذه الشروط الواجب توافرها للسوق الكفؤة، هو تضمنها لضرورة تبني المتعاملين المتميزين بالرشادة على آلية التحليل والتقييم للأسهم بشكل مستمر- لترجمة المعلومات الداخلة للسوق- للوقوف على القيمة الحقيقية لها، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة، لتنعكس في الأسعار الجارية للأسهم. وعليه، يمكن أن نستنتج مساهمة عملية تقييم الأسهم في ذلك، فيما يلي:

1. الآلية التي تسمح بترجمة المعلومات الداخلة للسوق، ومن ثم انعكاسها في أسعار الأسهم، مما يجعلها أمرا ضروريا للوصول إلى كفاءة السوق، بما فيها الكفاءة الاقتصادية؛
2. الآلية التي تسمح في ضوء ما سبق من ترشيد قرارات المستثمرين للوصول إلى سعر التوازن (الكفاءة)؛
3. عندما تنعكس المعلومات في أسعار الأوراق المالية عند كل دخول لمعلومات جديدة بفضل آلية التقييم، فإن السعر المسجل(سعر التوازن) يعبر عن القيمة الحقيقية، المعبرة بدورها عن حقيقة الأداء الاقتصادي للمؤسسة المدرجة في مثل هذه الأسواق.

كما يلاحظ من خلال هذه الشروط أن السعر المحدد في السوق عند كل لحظة هو محل قبول عام لجميع الأطراف المتعاملة، وذلك لـ :

1. إدراك السوق بأن السعر الجاري المسجل يعبر عن القيمة الحقيقية للأسهم، بما يقابل المعلومات المتاحة؛
2. إدراك السوق بأن ذلك السعر الجاري المسجل ليس من تأثير أحد المتعاملين أو مجموعة منهم في السوق، لأن التغيرات تأتي عشوائية وغير مترابطة من فترة لأخرى.

2-2: مرتكزات الكفاءة الاقتصادية للسوق

إن الكفاءة التامة هي تصور نظري بعيد عن الواقع الميداني، إذ لا يمكن لأي مكان مالي أن تتوفر فيه جميع الافتراضات التي تقوم عليها تلك الكفاءة. لأنه في واقع الأمر، إضافة لعدم وجود إجماع بين الأكاديميين والمهتمين بدراسة الأسواق المالية فيما يرتبط بتحقق غالبية الافتراضات، يوجد فاصل زمني قد يطول ويقصر بين دخول المعلومات إلى السوق وانعكاسها في السعر. ومادام الحال كذلك فإننا بصدد الحديث عن الكفاءة الاقتصادية، حيث أن نفس المفاهيم للكفاءة التامة تبقى مع وجود فارقين، وهما:

1. عدم تحقق الافتراضات السابقة، مع الاحتفاظ بالفرض المرتبط برشادة المتعاملين؛
2. وجود فاصل زمني بين لحظة دخول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، وعليه تكون السوق المالية تتمتع بكفاءة اقتصادية عالية كلما استطاعت تضييق الفجوة الزمنية، مما لا يتيح مجالا للمستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية حتى في الأجل القصير جدا(الفاصل الزمني)؛ فالكفاءة الاقتصادية في علاقة عكسية مع الزمن الفاصل؛
3. إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ضمن الفاصل الزمني، في حالة وجود مستثمرين لهم السبق في الحصول على المعلومات و/أو سرعة تحليل المعلومات، إلا أنها صعبة التحقق.

ولتحقق الكفاءة الاقتصادية لا بد من توفر ركيزتين أساسيتين تقوم عليهما (كفاءة التسعير والتشغيل)، إذ بغياب إحداهما أو تعطلها تؤثر في الأخرى، ومن ثم على الكفاءة الاقتصادية للسوق بشكل عام.

2-2-1: كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير، أيضا بالكفاءة الخارجية، حيث ترتبط بمقدرة المتعاملين على ترجمة وتحليل المعلومات المتدفقة للسوق، للوصول إلى تقدير القيمة الحقيقية للمؤسسة بشكل سريع –دون

وجود فاصل زمني كبير-، ويتطلب ذلك سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى كافة المتعاملين، دون تحملهم لتكاليف مرتفعة مقابل حصولهم على تلك المعلومات وتحليلها[51].

قد تصل المعلومات أو البيانات عن أداء مؤسسة ما، حيث لا تكون نافعة بشكلها الخام إذا لم يتم تحليلها وترجمتها في معلومات يستند عليها في اتخاذ القرارات. وعليه فتحليل المعلومات الخامة أمر ضروري ويتطلب من المستثمر المالي جهدا (التحليل بشكل مباشر)، أو قد يلجأ إلى المحللين الماليين مقابل تحمل تكاليف معينة. هذه الأخيرة وجميع التكاليف المرتبطة بهذا المحور من الكفاءة وجب أن تكون عند مستويات مقبولة، لكي يتاح لجميع المتعاملين فرصة متساوية لترجمة وتحليل المعلومات في شكل قيم حقيقية للأسهم يتخذ على أساسها قرارات تنعكس في مرحلة أخرى في أسعار الأسهم، ومن ثم يصعب لأي أحد منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

عندما تتوفر ميزة صعوبة تحقق أرباح غير عادية عند هذا المحور من الكفاءة، فهي نتيجة ودلالة على تحقق كفاءة التسعير. إلا أنه قد يحدث أن تتحقق تلك الأرباح غير العادية بشكل واضح، ويمنى بذلك مستثمر أو مستثمرون كسالى أو عديمو الخبرة بخسائر فادحة، نظرا لعدم تحليل المعلومات المتاحة، فهذا حسب "م.إ.هندي" لا يعني نقصا في كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر نفسه[52].

ما يمكن ملاحظته على النقطة التي أثارها "م.إ.هندي" فيما يرتبط بتكبد مستثمرين لخسائر فادحة نتيجة جهلهم وكسلهم في تحليل المعلومات، هو أن ذلك يؤدي بنقص في كفاءة السوق عكس ما رآه "هندي"، وذلك لسبب جوهري يتمثل في عدم توفر شرط رشادة الأطراف المتعاملة بالسوق. ذلك أن جهل المتعامل في تحليل المعلومات ليس مبررا، لأن لديه إمكانية التوجه للمحللين الماليين ليقوموا له بذلك التحليل بتكاليف معقولة، فكفاءة السوق من كفاءة جميع مكوناتها (المعلومات، الإمكانيات، الأطراف المتعاملة).

وعموما، يمكن أن نستخلص جملة من الشروط والمميزات لهذا المحور من الكفاءة على النحو الآتي:

- وصول المعلومات في شكلها الخام لجميع المتعاملين من مختلف مصادرها، حيث تكون تكاليف الحصول عليها معقولة؛
- القيام بتحليل وترجمة المعلومات الخامة عن طريق نظام معلومات؛ تتمثل مدخلاته في المعلومات المتدفقة الخامة، وأدوات المعالجة به تتمثل أساسا في تحليل وتقييم الأسهم، بينما مخرجاته تتمثل في القيم الحقيقية للأسهم بما يوافق تلك المعلومات المتدفقة، ومن ثم تتوفر معلومة نافعة لتكون أساسا لاتخاذ القرارات؛
- ضرورة أن تكون تكاليف الحصول وتحليل المعلومات معقولة، مما لا يجعلها عاملا كابحا للمستثمرين للقيام بصفقاتهم، إذا ما اعتقدوا أن هوامش أرباحهم المتوقعة ستنخفض أو أنهم سيمنون بخسائر؛
- إن الاعتقاد السائد لدى المستثمرين بقدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية من وراء حصولهم على المعلومات، هو المحرك لمحور كفاءة التسعير وبشكل عام كفاءة السوق؛

---

[51]) -
- منير إبراهيم هندي (1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:501.
- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:83-84.

[52]) - منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:501.

- توفر محللين ماليين ومستشارين أكفاء في مجال الأوراق المالية ، يقدمون خدماتهم في مجال ترجمة وتحليل المعلومات بأتعاب معقولة؛
- يتميز هذا المحور من الكفاءة بأنه خارجي، لعدم ارتباطه المباشر بآلية السوق، فهي ترتبط في العمليات التي تسبق اتخاذ القرار.

2-2-2: كفاءة التشغيل

إذا كانت كفاءة التسعير ترتبط بالكفاءة الخارجية، فكفاءة التشغيل تتعلق بالكفاءة الداخلية للسوق، من خلال قدرة هذا الأخير على إحداث التوازن بين العرض والطلب بشكل سريع، وعلى قدر مقبول من عمولة السمسرة ودون أن تتاح فرص تحقيق هوامش أرباح مغال فيها للمتعاملين في السوق[53]. الأمر الذي يترتب عليه إمكانية التسويق والسلاسة في حركية الأوراق المالية دون أي تأخير، ومن ثم السرعة في الوصول إلى سعر التوازن في السوق.

وفي هذا الصدد يشير "فرانسيس Francis,1986 " إلى توافر مجموعة من الشروط لتحقيق هذا المحور من الكفاءة، وهي[54]:

1. وجود أسعار معلنة لشراء وبيع الأوراق المالية بحيث تكون مقبولة من جانب المتعاملين في السوق، والذي يتوافر لديهم الاستعداد التام لشراء وبيع أي كمية من تلك الأوراق وبصورة دائمة؛
2. انعدام إمكانية قيام المتعاملين في السوق بالتلاعب في أسعار تلك الأوراق المالية المتداولة؛
3. يتعين تحديد عمولة السمسرة على أساس تنافسي (تفاوضي)، وليس على أساس عمولة محددة مسبقا؛
4. توفير المعلومات الملائمة، والمعتمدة من جانب مراجع للحسابات فيما يرتبط بالقوائم المالية، عن نشاط المؤسسة التي يتم تداول أوراقها المالية ببورصة القيم.

فكما لاحظنا، فإن كفاءة التسعير تنتهي عند الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، لتبدأ على إثرها مرحلة كفاءة التشغيل، حيث يتخذ المستثمرون على أساس تلك القيمة قراراتهم بالشراء والبيع، وذلك بالاتصال بالسماسرة لتنفيذ الأوامر التي تنعكس في العرض والطلب، ومن ثم في سعر التوازن للسهم. إذ ينبغي لكي تتحقق كفاءة التشغيل أن تتم المرحلة من إصدار الأوامر من المستثمرين وصولا إلى سعر التوازن بشكل سريع، مما يستدعي توفر ما يلي:

- أن تكون عمولة السمسرة وجميع التكاليف المرتبطة بالدخول للسوق وتنفيذ الصفقة عند مستو مقبول، حيث لا تمثل عامل كبح لتنفيذ الصفقات، التي تؤدي إلى عدم الوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم؛
- ترتبط كفاءة التشغيل بشكل مباشر بمدى تطور البنية التحتية والإمكانيات المادية التي تتوفر عليها السوق، لذلك نجد أنه يطلق عليها بالكفاءة الداخلية. لذا لابد من توفر شبكة اتصالات قوية من شبكة هواتف وحواسيب، ومنصات وأمكنة مجهزة معدة للسماسرة للقيام بتنفيذ الأوامر بشكل سريع، إضافة لوجود نظام تسعير متطور من حيث التكنولوجيا للتنفيذ السريع للأعداد الكبيرة من الطلبات في وقت وجيز.

---

[53])- نفس المرجع، ص:502.

[54])- J.C.Francis, Investments : Analysis and management,. in:

- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص: 83.

من خلال التعرض لمحوري الكفاءة الاقتصادية، نلاحظ العلاقة الوطيدة بينهما، لذا لا يمكن الحديث عن الكفاءة الاقتصادية لسوق ما دون الوصول إلى الكفاءة الخارجية والداخلية معا. ذلك أنه كي تنجح السوق في تحقيق الكفاءة الخارجية (التسعير)، لا بد أن تتوفر لديها القدرة على تحقيق الكفاءة الداخلية (التشغيل). فسرعة الوصول إلى تحقيق التوازن بين العرض والطلب وانخفاض عمولة السمسرة، من شأنه أن يحفز المتعاملين إلى بذل جهود أكبر في الحصول على المعلومات الجديدة، وبدرجة أكبر في تحليلها للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية، اعتقادا منهم في الحصول على أرباح إضافية. أما والحال أن تكون تكاليف السمسرة عالية، فذلك من شأنه الحد من إقبال المستثمرين على تحليل الأوراق المالية، كونهم سيجدون الهامش المتوقع من الأرباح ضئيلا ولا يتناسب مع درجة المخاطرة في هذا الاستثمار أو قد يتوقعون تكبد خسارة، مما يقودهم إلى العزوف عن تتبع المعلومات الجديدة وتحليلها. الأمر الذي يفقد السوق خاصية عكس المعلومات وترجمتها في شكل قيم حقيقية (كفاءة التسعير).

كما أن غياب كفاءة التسعير، من شأنه بلا شك أن يؤثر على كفاءة السوق، وضمنيا على كفاءة التشغيل. فعدم القدرة على الحصول على المعلومات أو تحليلها بسبب ارتفاع التكاليف أو بسب عدم كفاءة غالبية المستثمرين والمحللين الماليين من شأنه أن ينتج عنه قيم لا تعبر عن القيمة الحقيقية للأسهم، ومن ثم اتخاذ قرارات على أسس خاطئة، توصل إلى أسعار لا تعكس القيمة الحقيقية، مما يتيح المجال واسعا لتحقيق أرباح غير عادية بشكل واضح على حساب الآخرين. وعليه، فللمتعاملين في السوق دور أساسي في جعل السوق ذات كفاءة، ذلك أن فحوى فرضية كفاءة السوق تشير إلى أن السوق تعالج المعلومات المتاحة للجمهور بنفس كفاءة أي مستثمر محترف[55].

2-3: صيغ كفاءة بورصة القيم

توجد لكفاءة بورصة القيم صيغ أو مستويات تحدد طبيعة المعلومات التي تنعكس على أسعار الأوراق المالية المتداولة. وقد صنفت هذه المعلومات حسب دراسة " س. ت.عبيد، 1990"[56] إلى ثلاث مجموعات، والتي تتطابق مع التصنيف الذي قدمه "أ.فاما، 1970"[57]عند دراسته وترتيبه لمستويات قوة الكفاءة الاقتصادية لبورصة القيم، بالنظر لنوعية المعلومات المتاحة. وكانت نتائج التصنيف كما يلي:

1. المعلومات التاريخية عن الورقة المالية والمؤسسة المصدرة لها؛ التي تتعلق بالماضي وتكون في متناول الجميع، مثل تقارير مجلس الإدارة، وسلسلة تطور أسعار وعوائد أسهم تلك المؤسسات في فترات سابقة، وبصفة عامة جميع المعلومات عن المؤسسة في الماضي.
2. المعلومات الحالية العامة؛ وتتمثل في تلك المعلومات المستقاة من القوائم والتقارير المالية التي تنشرها وتفصح عنها المؤسسة في الوقت الحالي، وطبيعة هذا النوع من المعلومات – كسابقه- متاح لجميع المتعاملين بالسوق.
3. المعلومات الخاصة(المميزة)؛ ويمثل هذا النوع من المعلومات جميع أنواع التقارير والبيانات المرتبطة بالنشاط الداخلي للمؤسسة التي تعد لأغراض التسيير وليست لأغراض النشر، حيث نجدها تتوفر لبعض الأفراد المستثمرين نتيجة تسريبات تصلهم من مسيري المؤسسة، أو قد يكون هؤلاء المستثمرين أعضاء إدارة داخل المؤسسة أو أقرباءهم أو المكاتب الكبرى للتحليل المالي والاستشارة في مجال الاستثمارات المالية.

---

[55])- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص:54.
[56])- سعيد توفيق عبيد، درجة كفاءة سوق الأوراق المالية وإمكانية التطوير، مرجع سابق، ص: 176-177.
[57])- E.Fama, Op.Cit, PP : 383-417.

وتأسيسا على ما سبق، يمكن أن تصنف قوة كفاءة بورصة القيم إلى ثلاثة مستويات، يتحدد كل مستوى بنوعية من المعلومات التي تنعكس في أسعارها، وفي ما يلي نستعرض بشكل مقتضب مستويات أو صيغ الكفاءة[58].

2-3-1: الصيغة الضعيفة للكفاءة

عند هذا المستوى من الكفاءة، تعكس أسعار الأوراق المالية فقط المعلومات الماضية (التاريخية) المتعلقة بالتغير في أسعار وأحجام التعامل التي جرت في الماضي. وعلى إثر ذلك، لا يمكن بأي حال من الأحوال للمستثمرين الماليين الذين يستخدمون هذا النوع من المعلومات (تحليل حركة الأسعار، دراسة حجم التعاملات...) من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، ذلك أن كل نتائج التحليل المتعلقة بهذا النوع من المعلومات أصبحت معروفة لجميع المستثمرين، وقد انعكست فعلا في أسعار الأوراق المالية.

ما سبق، يبين بأن هذا المستوى من الكفاءة يتنافى مع مدخل التحليل الفني، الذي يعتمد على تحليل المعلومات والبيانات الماضية للتنبؤ بحالة الأسعار في المستقبل*. هذا، ويعرف هذا المستوى من الكفاءة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار[59]، كون أن التذبذب الحاصل في أسعار الأوراق المالية بين مختلف الفترات مستقلة تماما عن بعضها البعض، مما لا يترك أي فرصة في استعمال المعلومات الماضية لكشف اتجاهات الأسعار للتنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل.

ولكشف مدى تحقق فرض الصيغة الضعيفة للكفاءة، تم القيام بدراسات ميدانية لبورصات القيم، باستعمال الأساليب التي سنوردها باختصار على النحو الآتي:

أ)- أسلوب سلاسل الارتباط:

وفق هذا الأسلوب، يتم البحث عن معامل الارتباط الذي يبين التغير في سعر السهم خلال فترة زمنية معينة (سلسلة زمنية). فإذا ثبت أن هناك ارتباط ذو دلالة معنوية بين حركة أسعار السهم بين فترة وأخرى، دل ذلك عن انتفاء نظرية عشوائية حركة الأسعار، ومنه نفي صفة الصيغة الضعيفة للكفاءة على السوق المختبر، ومن ثم تعميم النتائج على تحقق الفرضية في حد ذاتها إذا ما اختبرت عينة ممثلة من الأسواق وعبر فترات مختلفة.

---

[58])- لمزيد من الاطلاع والتفصيل أكثر، أنظر على سبيل المثال إلى المراجع والتي تم الاعتماد عليها في هذا الجزء، وهي:

- ثناء عطية فراج محمد، مرجع سابق، ص ص:503-514.
- منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ، مرجع سابق، ص ص:503-514.
- محمد براق، مرجع سابق،ص ص:198-213.
- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص:284-285.
- E.Fama, Op.Cit, PP: 383-417.
- R.Cobbaut, Théorie financière, Economica, 2eme Edition, Paris, 1992, PP :254-280.

*- فباستعمال السلاسل الزمنية الإحصائية على سبيل المثال قصد فهم سلوك أو نمط معين في حركة الأسعار وحجم التداول في الماضي لغرض التنبؤ بما سيحدث للسعر، فإن عند هذا المستوى من الكفاءة يفترض أن لا يكون ترابط في السلسلة الزمنية.

[59])- D.Fischer & R.Jordan, Security analysis and portfolio management, . in:

- منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:503.

وما يمكن الإشارة إليه، أن اختيار هذه السلاسل لا بد أن يأخذ المدى القصير، دون المدى الطويل[60]. ذلك لأن اهتمام المضاربين ينصب حول التنبؤ بأسعار الأوراق المالية في فترات قصيرة (يوم أو أسبوع أو شهر) لتحقيق فوارق قيمة تتعدى نظرائهم الذين لا يقومون بمثل هذا التحليل[61]، في حالة نقص كفاءة السوق.

ب)- أسلوب التخلص المستمر من الأسهم (قاعدة التصفية)

وفق هذا الأسلوب، تتم المقارنة بين سياستين من سياسات الاستثمار في الأوراق المالية، وهما سياسة شراء الأسهم والاحتفاظ بها أو عدم الاحتفاظ بها، أي التخلص منها بشكل مستمر. فمن المعروف أن المستثمر قد يشتري السهم ليحتفظ به لمدة طويلة- إذ تسمى هذه الاستراتيجية بالاستثمار الساذج-، أو أن يشتري ويبيع بصفة مستمرة، أي القيام بعملية المضاربة المستمرة.

ففي هذا الأسلوب تتم مقارنة عائد السهم بين حالة الاحتفاظ به لمدة طويلة وحالة بيعه باستمرار عندما تتغير الأسعار، وفق تحليل حركة الأسهم في الماضي. فإذا جاءت نتيجة الاختبار، بأن المستثمر يتمكن من تحقيق عائد أكبر في الحالية الثانية منه في الحالة الأولى، فإن ذلك مؤشر على عدم كفاءة السوق، باعتبار أنه استطاع تحقيق أرباح غير عادية، نتيجة لاستخدامه لأسعار سابقة للأسهم كمعلومات.

ضمن هذا الأسلوب، توجد أربع مجموعات من التقنيات التي يعتمد عليها الفنيون* في التنبؤ بالأسعار، وهي[62]:

- مجموعة تقوم على أن ارتفاعا في السعر بنسبة معينة، يعد مؤشرا يعتمد عليه في قرار الشراء، وأن انخفاضا في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا جيدا لقرار البيع**؛
- مجموعة تقوم على قواعد الدورات والمواسم، ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف على سبيل المثال هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها ما يقضي بأن حركة الأسعار تتغير لأشهر مقارنة بأشهر أخرى؛
- المجموعة الثالثة تقوم على المتوسط المتحرك لسلسلة زمنية في الماضي[63]؛
- المجموعة الرابعة تقوم على ما يسمى بالقوة النسبية لسعر السهم[64].

يلاحظ أن من يستعمل هذه الأساليب لتتبع حركة الأسعار، بأن اختيار التوقيت المناسب هو السبيل لفعالية قراراته الاستثمارية. وإن صح ذلك، وتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية بالمقارنة بالآخرين فإن هذا السوق المختبر تنتفي منه صفة المستوى الضعيف للكفاءة.

---

[60])- حسب ما أشار إليه "Francis, 1986, P530 " قد يكون في المدى الطويل نمط معين لاتجاه الأسعار في:- نفس المرجع، ص:504.

[61])- نفس المرجع، ص: 504.

*- الفنيون هم المحللون الماليون الذين يعتمدون في التنبؤ بأسعار الأسهم على دراسة تذبذبها وحركتها في الماضي.

[62])- R.Radcliffe, Investment : concept, analysis and strategy, 3 STOTT, Foresman and comp, 1982, PP :625-630.

- منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:505.

** إذا كان المستثمر يملك السهم يقوم ببيعه، أما إذا لم يكن يملكه فيبيعه أيضا لكن عن طريق البيع على المكشوف، حيث يقترض السهم من أحد السماسرة بمقابل عمولة، ويقوم ببيعه، ثم يعاود شراءه في وقت هبوط السعر، إذ يستفيد بالفرق إن صحت توقعاته.

[63])- لمزيد من التفصيل حول هذه النقطة أنظر: الفصل الثاني عشر من منير إبراهيم هندي(1997)، مرجع سابق، ص ص: 446-448.

[64])- نفس المرجع، ص ص:444-446.

إن الفكرة أعلاه المتعلقة بالأخص بالمتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم، لقيت انتقادات واسعة من طرف الكثير من الباحثين وعلى رأسهم "بلوم وفاما Blume & Fama, 1966 "، ففي دراسة أجرياها على الأسهم المكونة لمؤشر داوجونز للصناعة على الفترة الممتدة ما بين 1957-1962 وبعد طرح تكاليف المعاملات من النتائج المحصل عليها من خلال الطريقتين اتضح أن العوائد الناتجة عن تطبيق استراتيجية الاستثمار المعروفة بالساذجة، والتي تعتمد على شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها أعلى بكثير من تلك المحققة باتباع تقنية التصفية المتميزة بدرجة مخاطرة عالية، وقد خلصا في دراستهما أن هذه القواعد لا تعطي للمستثمر الذي يطبقها فرصة تحقيق أرباح متميزة على أقرانه، بالنظر إلى التكاليف الإضافية التي تنجر عنها، علاوة على المخاطر الكبيرة المرتبطة بها، مما يدل على أن التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية مستقلة عن بعضها البعض، ومن ثم صحة نظرية حركة الأسعار العشوائية[65].

ج)- أسلوب اتجاه التغيرات في الأسعار- اختبار الأنماط الطارئة[66]

لقد وجهت انتقادات إلى الأسلوبين السابقين، بإمكانية فشلهما وعدم قدرتهما على اكتشاف الأنماط التي تطرأ على حركية وتغير الأسعار. لذا تم استعمال هذا المدخل قصد ذلك، حيث يرى أصحابه أنه بالرغم من عشوائية الأسعار في معظم الوقت، إلا أنها قد تسلك نمطا معينا يصلح عند اكتشافه من تحقيق أرباح غير عادية.

وفي هذا الإطار، يتم التعرف على إشارات التغير في أسعار الأسهم بين فترة وأخرى وليس قيمة هذا التغير، وبعد ذلك يتم وضع سلسلة لهذه الإشارات. وعليه، يعتبر التغير في أسعار الأسهم غير عشوائي إذا ما كان عدد مرات التغير في الإشارات(+ أو-) ضمن السلسلة المأخوذة قليلا جدا، أو عدد مرات التغير في الإشارات كبيرا جدا، وإذا كان طول فترات التغير متساويا، ذلك لأن كلا الحالتين قد تؤدي بمن يتتبع هذا التحليل من اكتشاف نمط يمكنه من التنبؤ بالسعر، مما يجعله يجني أرباحا غير عادية.

ونشير إلى أن هناك العديد من الدراسات الميدانية التي أجريت على الأسواق المالية بواسطة هذا الاختبار، ومن بين تلك الدراسات، الدراسة التي أجراها "فاما Fama,1970 "[67] على بورصة نيويورك للأوراق المالية باستعمال هذا الاختبار واختبارات أخرى، والدراسة التي قام بها " ملنيش ودونالد T.H.Melnish & J.P.Doneld,1982 "[68] على العديد من الأسواق المالية الدولية. وأوضحت نتائج الدراستين عدم وجود ارتباط بين التغيرات في الأسعار الماضية والحالية مع التغيرات التي قد تحصل في الأسعار مستقبلا، مما لا يتيح مجالا لتحقيق أرباح غير عادية، ومن ثم تحقق كفاءة السوق في صورتها الضعيفة.

د)- أسلوب تحليل الانحدار للتغيرات في أسعار الأوراق المالية[69]

من خلال هذا الأسلوب، يتم دراسة مدى انحدار أو ميل التغير في الأسعار في يوم ما بالنسبة لليوم السابق من خلال العلاقة الآتية:

---

[65])- محمد براق، مرجع سابق، ص:201-202.

[66])- لمزيد من الاطلاع أنظر للمرجعين اللذان تم الاعتماد عليهما :

- منير إبراهيم هندي(1997) ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق، ص:505-506.
- R.Cobbaut, Op.Cit, P :258.

[67])- E.Fama, Op.Cit,PP:383-417.

[68])-T.H. Melnish & J.P.Doneld, The efficiency of the international money markets, in Journal of business finance and accounting, Vol:09, N°:02, 1982, PP:167-177.

[69])- ثناء عطية فراج محمد، مرجع سابق، ص ص:16-18.

$$\Delta p_t = a + b\,\Delta p_{t-1}$$

حيث أن:

Δp_t : تمثل التغير في الأسعار في اليوم t (المتغير التابع).

Δp_{t-1} : تمثل التغير في الأسعار في اليوم السابق(المتغير المستقل).

b : الميل (الانحدار).

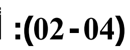
a : فاصلة البداية.

بطبيعة الحال، تأخذ هذه المعادلة ثلاثة أشكال تبعا لإشارة الميل (سالب، موجب، صفر)، وذلك حسب ما هو مبين في الشكل أدناه.

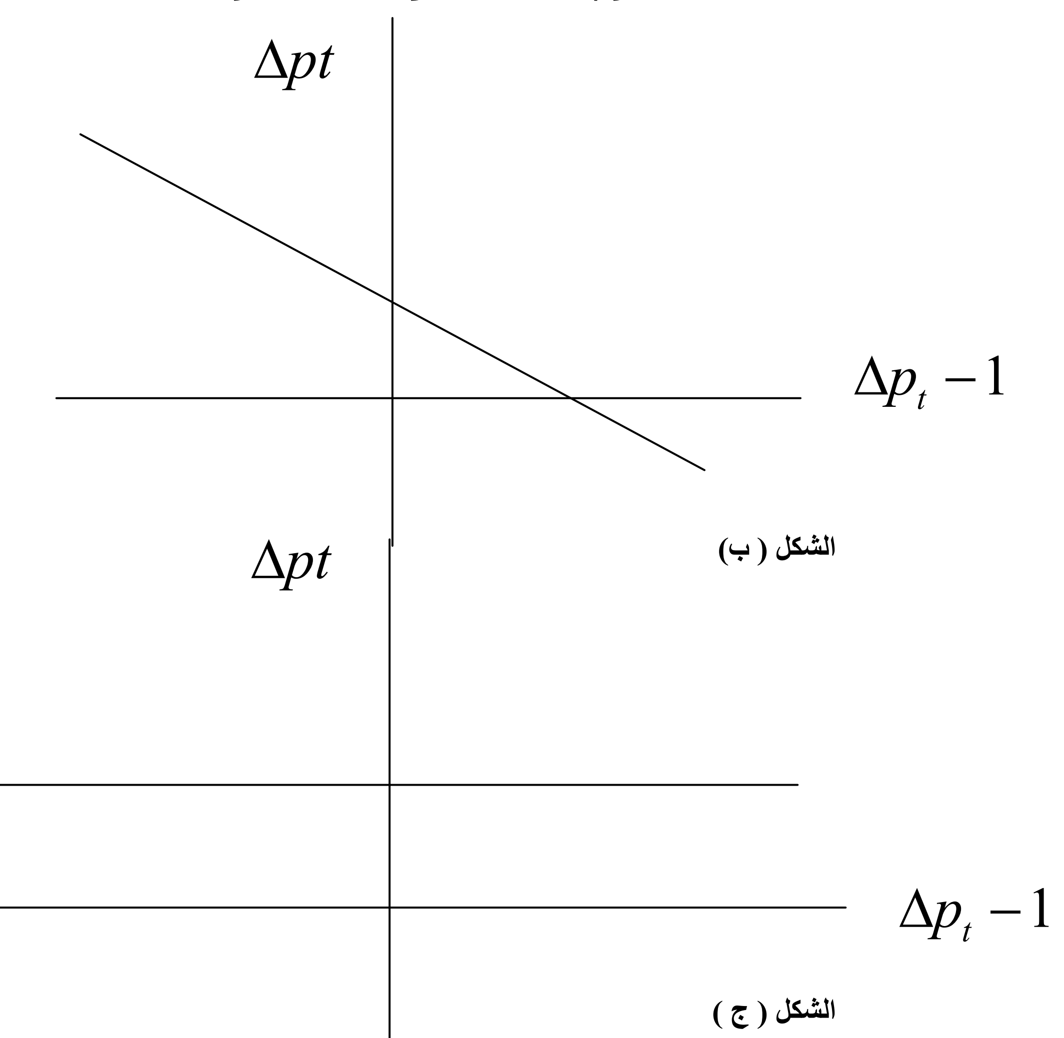
يظهر الشكل (أ) أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين السعر في اليوم الحالي واليوم السابق، أي عندما يرتفع السعر لليوم السابق هناك احتمال لارتفاعه اليوم. أما الشكل (ب) فيظهر أن هناك انحدارا سالبا، أي عندما ينخفض السعر في اليوم السابق يرتفع السعر في اليوم. ومنه يلاحظ أن هذين الشكلين يتنافيان مع عشوائية حركة الأسعار.

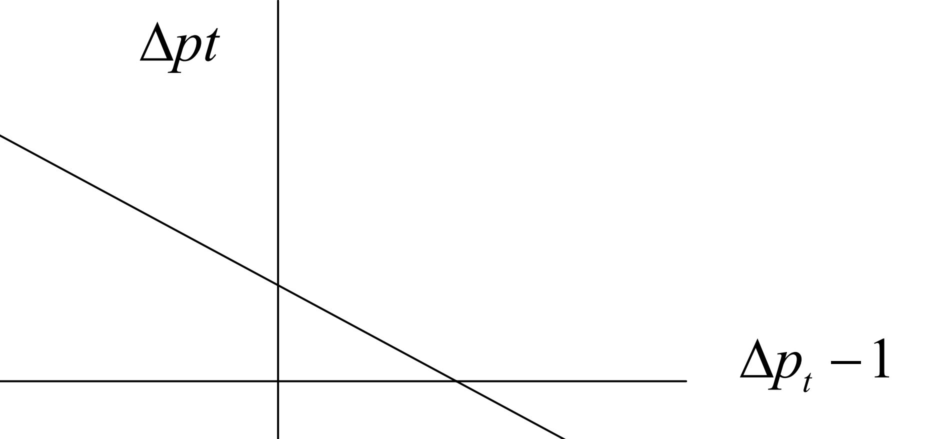
أما بالنسبة للشكل (ج) فلا يظهر أي ارتباط بين السعرين، فتغير السعر في اليوم السابق لا يؤثر في سعر اليوم، مما يدل على استقلالية التغيرات في الأسعار، ومن ثم تحقق كفاءة السوق في صورته الضعيفة.

عموما، يمكن القول إن جميع أنواع الاختبارات التي تبحث عن مدى تحقق فرض صيغة الكفاءة الضعيفة، انطلقت من مدى عشوائية حركة أسعار الأوراق المالية. ويلاحظ أن استعمال أسلوب واحد قد لا يبين مدى تحقق هذا الفرض، لذا فالأنسب استعمال الأساليب الأربع مجتمعة لاختبار مكان مالي ما. إلا أنه في واقع الحال تبقى دائما إمكانية أن تتبع الأسعار نمطا وسلوكا في فترات زمنية معينة (لأن الماضي امتداد للمستقبل). وذلك ما يفسر وجود مدخل التحليل الفني المعتمد على دراسة حركة السعار في الماضي، إلا أن أغلب الدراسات الميدانية تشير إلى قلة حدوث ذلك وتؤكد تميز الأسواق بعشوائية حركة أسعار الأسهم، مما يعزز ويدعم تحقق فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة.



الشكل رقم (04-02): أسلوب تحليل الانحدار





الشكل (ب)

المصدر: ثناء عطية فراج، مرجع سابق، ص: 16.

2-3-2: الصيغة المتوسطة للكفاءة

تعكس الأسعار عند هذا المستوى من الكفاءة، إضافة للمعلومات التاريخية كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات والتحليلات المبنية على تلك المعلومات" فرانكس وآخرون Franks et al,1985,P316"[70]. وتتمثل هذه المعلومات في كل ما يتم نشره؛ عن الأحداث الدولية أو الظروف الماكرواقتصادية(انعكاسات السياسة المالية والنقدية) أو أنباء عن القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، أو المعلومات عن المؤسسة نفسها من خلال القوائم المالية- التي يلزم بنشرها-، إضافة إلى معلومات أخرى كإعلان توزيع الأرباح والإعلان عن النتائج السنوية والتطورات في رقم الأعمال، التغيرات في الإدارة، الإعلان عن الاستحواذ والسيطرة والاندماج... . بالإضافة إلى التحاليل المقدمة من طرف المحللين الماليين لهذه المعلومات المتاحة للجمهور.

وتأسيسا على ما سبق، لا يستطيع المستثمر المالي تحقيق أرباح غير عادية باستخدام وتحليل هذه المعلومات، ذلك لأنها قد انعكست فعلا في السعر، فأي محاولة للتعمق في تحليل المعلومات التي سبق نشرها سوف لن يؤدي إلا لتحمل تكاليف إضافية دون تحقيق أرباح إضافية. وكذلك الحال، إن أراد أن يحلل معلومات جديدة دخلت للسوق فإنه سيجد نفسه متأخرا وأن جميع المتعاملين لديهم نفس المعلومة المحللة. فلتحقيق أرباح غير عادية، لابد للمستثمر المضارب أن يتنبأ قبل الجميع بالقيمة الحقيقية التي ستؤول إليها الورقة المالية بعد دخول المعلومات(سواء كانت سارة أو سيئة). ففي إطار هذا المستوى من الكفاءة لا سبيل لذلك، فقد تدخل معلومات أخرى جديدة تغير في القيمة الحقيقية للسهم، وتجعل من ذلك التحليل في خبر الماضي وعديم الجدوى، وذلك بالنظر لسرعة استجابة السوق ذات الكفاءة العالية(فاصل زمني قصير جدا).

عموما، تظهر أهمية الصورة المتوسطة للكفاءة في أن من بين المعلومات التي تستجيب لها السوق تلك الناتجة عن مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، المزود الأساسي لعمليات تقييم الأسهم والمؤسسات في إطار بورصة القيم والتي من بينها تلك المنطلقة من مدخل التحليل الأساسي*، الذي بموجبه عند هذا المستوى من الكفاءة يفيد في تحديد القيمة الحقيقية للسهم -عند دخول المعلومات للسوق- لجميع المتعاملين (تماثل المعلومات)، والتي على ضوئها يتم اتخاذ القرارات وانعكاسها في سعر التوازن العادل. دون أن يفيد استعمال هدا التحليل في تحقيق أرباح غير عادية لمستثمر على حساب آخرين لم يستعملوا التحليل الأساسي" فيشر ورندال "Fischer & Randall, 1987,P:542 [71]. نظرا لأن المعلومة المحللة تكون في متناول الجميع، وما تلبث أن تنعكس في السعر، بسبب وجود محللين ماليين يعرضونها في وقت قياسي وبأتعاب معقولة.

لقد تم اختبار هذه الصيغة من الكفاءة بوسائل غير مباشرة، نذكر منها على سبيل المثال؛ قياس استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات(e.g. Basu, 1977. Jones et al, 1985. Patell & Wolfson, 1984) واشتقاق الأسهم (e.g Hausman et al, 1987) والإعلان عن تعديل المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية (e.g Archibald, 1972. Kapland Roll, 1972. Sunder, 1975) ودراسات أخرى كانت في غالبها تركز على اختبار فرض الكفاءة المتوسطة من خلال علاقتها واستجابتها للمعلومات المحاسبية[72].

---

[70])- في :منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:507.

* سيأتي الحديث عنه في الفصل القادم.

[71])- منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:507.

[72])- لمزيد من الاطلاع أكثر أنظر:

- منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص: 508-510.

2-3-3: الصيغة القوية للكفاءة[73]

عند هذا المستوى من الكفاءة، تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة بالسوق جميع المعلومات دون استثناء، بما فيها المعلومات التاريخية والمعلومات العامة المتاحة والمنشورة للجمهور والمعلومات الخاصة (المميزة) التي تحصل عليها مجموعة معينة، نظرا لعلاقاتهم المميزة مع إدارة المؤسسة، أو الاستنتاجات التي يصل إليها كبار المحللين الماليين لتمتعهم بخبرة ومهارة واسعتين. فعند هذا المستوى لا يمكن لأي مستثمر مالي عند استخدامه وتحليله لهذه المعلومات مهما كان مصدرها ونوعها من تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين، حتى وإن كان من أولائك الذين يحصلون على معلومات داخلية (خاصة)، ذلك أنه ما يلبث أن يستخدمها حتى تنعكس في الأسعار بالنظر للسرعة التي يتمتع بها السوق.

إضافة لما سبق، فإن المعلومات التي تتاح لفئة معينة* تؤدي بتغيير توقعاتهم، فاستخدام تلك المعلومات على نطاق كاف يكون له تأثير على سعر السهم بحيث يعكس أثر هذه المعلومات، وبالتالي يقل تأثيرها فيما بعد[74]، وذلك لأن أغلبية المتعاملين في السوق يعرفون جيدا هؤلاء المستثمرين أصحاب المعلومات الخاصة بحكم التجربة، إذ يكونون تحت المراقبة فأي تصرف منهم يؤدي بتحرك السوق، مما يقلل حظوظهم في الحصول على أرباح إضافية. وتتحقق أعلى درجات كفاءة السوق إذا تمكن من القضاء على عدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين، والوصول إلى درجة تماثل المعلومات، سواء عن طريق القضاء على مسبباتها أو باستخدام القواعد المحددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة[75].

في سياق اختبار هذا المستوى من الكفاءة، تم الاعتماد على طرق غير مباشرة، وذلك من خلال العوائد التي تحققه فئات معينة من المستثمرين الذين يحصلون على المعلومات الخاصة التي لا تتاح لجمهور المستثمرين في وقت حصولهم عليها، وهم:

- المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية، والمحللين الماليين المختصين في تحليل وتقييم الأوراق المالية؛ حيث يمثل هذا الصنف المجموعة المحترفة والمراقبة بشكل دائم للسوق، ولديها وسائل وتقنيات في تحليل المعلومات، إضافة إلى تغلغلها في المؤسسات وبسطها لعلاقات مع إدارة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.
- أعضاء إدارة المؤسسة وكبار موظفيها المستثمرين في أسهم المؤسسة العاملين بها؛ وهؤلاء هم القائمون على اتخاذ القرارات داخل المؤسسة، وبالتالي هم صانعوا المعلومات.

---

(73)-
- محمد براق، مرجع سابق، ص ص: 204-209.
- ثناء عطية فراج محمد، مرجع سابق، ص ص:21-23.
- منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص: 510-514.
- محمد براق، مرجع سابق، ص ص: 209-213.
- R.Cobbaut, Op.Cit, PP : 270-274.

* - يقصد بذلك، أن مثل هذه المعلومات تكون صادرة ومسربة من إدارة الشركة، لعدة أطراف مستثمرين(أقرباؤهم، مؤسسات استثمار واستشارة وسمسرة كبرى، استعمالها لمصلحتهم إذا كانوا مستثمرين في الشركة...)، حيث يكون هؤلاء الأطراف خاصة منهم أعضاء الإدارة المستثمرين، وحتى بعض كبار المستثمرين الماليين المعروفين، محل مراقبة وتتبع من طرف جمهور المستثمرين، فأي قرار بيع أو شراء بالسوق يؤدي بسلوك المستثمرين إلى نفس الاتجاه (المستثمر القائد والمستثمر التابع) مما يجعل تلك المعلومات الخاصة تنعكس بسرعة على نحو يقوض من تحقيق أرباح غير عادية، فقد يحصل واحد أو فئة قليلة على أرباح غير عادية -حيث لا تمثل إلا نسبة ضئيلة من حجم المعاملات بالسوق- قبيل تنبه السوق.

(74)- ثناء عطية فراج محمد، مرجع سابق، 23-24.

(75)- نفس المرجع، ص: 24.

سنورد بعض هذه الدراسات بشكل مقتضب على النحو الآتي:

أ- المؤسسات المالية المختصة في الاستثمار والمحللين الماليين:

ما يميز هذا النوع من المستثمرين أنها مؤسسات وهيئات تتمتع بوسائل بشرية وفنية معتبرة، ناهيك عن الخبرة المتراكمة في مجال الاستثمار وتحليل وتتبع أخبار المؤسسات المصدرة للأوراق المالية. فجهودها كلها منصبة على هذا العمل، مما يجعلها ذات أفضلية في الحصول على المعلومات والتنبؤ بها. إضافة إلى العلاقات المتميزة التي تربطها مع أعضاء إدارة المؤسسات. فكل ذلك يجعلها ضمن مصف من يحصلون على معلومات متميزة(خاصة) قد تمكنهم من الحصول على أرباح غير عادية.

نجد بالنسبة للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار، بأنه قد كشفت دراسة كل من" بلوم وكروكت Blume & Crockett, 1970 " و "جنسين Jensen,1968 " و " كمباي وقلن Cumby & Glen, 1990" على نتيجة مؤداها هو عدم وجود دليل يؤكد قدرة مثل هذه المؤسسات من تحقيق عوائد تفوق ما يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع استراتيجية الشراء والاحتفاظ (الاستثمار الساذج).

وقد أكدت الدراسة التي قام بها "شوقي Shawky, 1982 "، وكذا دراسة "فيت وتشيني Viet & Cheney, 1982 " النتيجة السابقة، حيث بينتا عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار السهم في المستقبل، وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لها تسمح بتحقيق أرباح غير عادية[76]. ويضيف " جانك Jahnke, 1991 "[77] ليؤكد هذه النتيجة، بأن أغلبية هذه المؤسسات، إضافة إلى تلك المتخصصة في التحليل، لا تولي اهتماما كافيا للتحليل الكمي للعائد والمخاطر، وهو ما يعني ضعف قدرتها على تحقيق عوائد متميزة.

أما في فيما يخص المؤسسات المختصة في التحليل المالي، والتي يعتقد أن من خلال اتصالاتها وقدراتها الفنية يمكنها تحقيق السبق في امتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها، فإن الدراسات وصلت إلى نفس الاستنتاج السابق، حيث كشفت عن عدم مقدرتها على تحقيق أرباح غير عادية (" فرانش French, 1989 " ؛ "ديمسون ومارش Dimson & March,1984 "؛ " ديفنباك Diefenback, 1972 " و" كيان Keane, 1991 ")، وقد بينت بعض الدراسات عدم قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقية للسهم بشكل دقيق في كثير من الأحيان (" ديبوند De Bondt, 1991 "؛ " ديبوند وتالر De Bondt & Thaler, 1990 "، ليس هذا فقط، فقد ذهبت دراسة "ترينور Treynor, 1987 " إلى استخلاص أنه من الصعب عليها معرفة اتجاه الخطأ المحتمل في تقدير القيمة الحقيقية للسهم[78].

للإشارة، إن نتائج الدراستين السابقتين مرتبطة بالمحاولات التي يستعملها المحال المالي بشكل منفرد قصد تحقيق أرباح غير عادية بواسطة استغلال معلومات مميزة أو تحليل معلومات سبق انعكاسها في السعر على حساب آخرين. وعليه، فإن ما جاءت به الدراستين فيما يرتبط بعدم دقة حساب القيمة الحقيقية للسهم للمحللين الماليين هي غير مطلقة، بحيث لا تمتد لآلية الانعكاس (عملية التقييم) لجميع السوق، كون أن القيم المحسوبة من طرف المحللين الماليين هي التي تنعكس في السعر عند مستوى القبول العام وما هي إلا رأي، بحيث تكون نفس القيمة المحصل عليها حقيقية في نظر السوق، بمعنى إذا حصل عليها إجماع وفق المعلومات المتدفقة المتماثلة وباستعمال نفس أدوات التقييم،

---

[76])- منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 511.

[77])- W.Jahnke, The crash of '87. in:

- نفس المرجع، ص:511.

[78])- في منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:511-512.

فقد تخطئ فئة قليلة منهم وليس غالبيتهم، أما إذا أخطأت الأغلبية في حسابها، فتلك هي القيمة الحقيقية التي كان عليها الإجماع باعتبارهم هم أصحاب التقييم بالدرجة الأولى الذين يزودون السوق بالتحاليل.

ومنه فلا بد من التمييز بين الهدف من التقييم في هذه الحالة، إذ:

- إذا كان استعمال التقييم بشكل فردي قصد تحليل معلومات مميزة لغرض تحقيق أرباح غير عادية، فالدراسات السابقة تحاول الكشف عن ذلك، وأثبتت حتى على خطئهم في تقدير القيمة، بالنظر للقيمة الحقيقية التي يقع عليها الإجماع فيما بعد، إذ أن الخطأ لا يعود لتقنية التقييم في حد ذاتها، بل يرجع لتحليل المعلومات المميزة؛
- استعمال آلية التقييم بشكل جماعي عند دخول المعلومات المتماثلة لجميع الأطراف، والوصول إلى الإجماع على القيمة الحقيقية للسهم التي تنعكس في السعر.

بالرغم من الدراسات التي قوضت من شأن هذه المؤسسات فيما يرتبط باستغلالها للمعلومات الخاصة، نلاحظ أنها في جانب آخر قد قدمت استشارات لعملاء حققوا من ورائها أرباحا غير عادية، مما يعتبره البعض بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوي للكفاءة[79].

نجد من بين الدراسات التي أثبتت عكس استنتاجات الدراسات السابقة، دراسة كل من ("نيدرهوفر واسبورن Niederhoffer & Osborne, 1966 " و "قرانجر ومورقنسترن Granger & Morgenstern,1970 ")[80] اللتان بينتا المكانة المتميزة لصناع السوق من تجار ومختصين في بورصة نيويورك للأوراق المالية، وذلك لما يتاح لهم من معرفة طبيعة وحجم بعض الأوامر غير الملباة (طاب كامن) عند نهاية التعاملات في الجلسة، مما يمكنهم من وضع تصور لما ستكون عليه الأسعار عند افتتاح الجلسة المقبلة، ويستطيعون بذلك أن يتخذوا قرارات تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية.

تأسيسا على ما سبق، نلاحظ أن الدراسات المعروضة أثبتت عدم مقدرة هذا النوع من المتعاملين في السوق الذين يحضون بميزة حصولهم على المعلومات الخاصة، على تحقيق أرباح تفوق ما يحققه المستثمرون الآخرون. فإن أتيح لهم ذلك، سيكون الربح الإضافي ضئيلا وضمن فترة وجيزة، كما جاء ذلك في الدراستين المعروضتين أخيرا، حيث كان التنبؤ بين ساعات قبل إغلاق الجلسة والتعامل في الجلسة التي تليها. إن هذا الجدل والتباين في نتائج الدراسات بين تحقيق الأرباح العادية من عدمها يدل على صعوبة تحقق فرضية الصيغة القوية للكفاءة، عند اختبارها لهذا النوع من مستخدمي المعلومات المميزة.

ب- أعضاء إدارة المؤسسة وكبار موظفيها[81]:

فيما يرتبط بهذا النوع من المستثمرين المستعملين لمعلومات مميزة، تكاد تجمع الدراسات أن هؤلاء العاملين* يحققون أرباحا غير عادية، ذلك لأنهم هم الذين قد يقررون وينتجون مثل هذه المعلومات أو يكونون قريبين من مصدر المعلومة، ففي كل الأحوال هم أول من يستعمل تلك المعلومات الخاصة. وماداموا مستثمرين في أوراق هذه المؤسسة فسيقومون بالبيع والتخلص السريع من الأسهم في حالة أنها تحمل محتوى سيئا، أو سيشترون بشكل غير مسبوق في حالة احتوائها لأنباء

---

[79])- نفس المرجع، ص: 512

[80])- R.Cobbaut, Op.Cit, P : 271.

[81])- منير إبراهيم هندي(1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 512-513.

*- يقصد بالعاملين بهؤلاء المسجلين وهم: رئيس وأعضاء مجلس الإدارة وكبار الموظفين كالمدير التنفيذي، كبار المساهمين(ذوو الأغلبية).

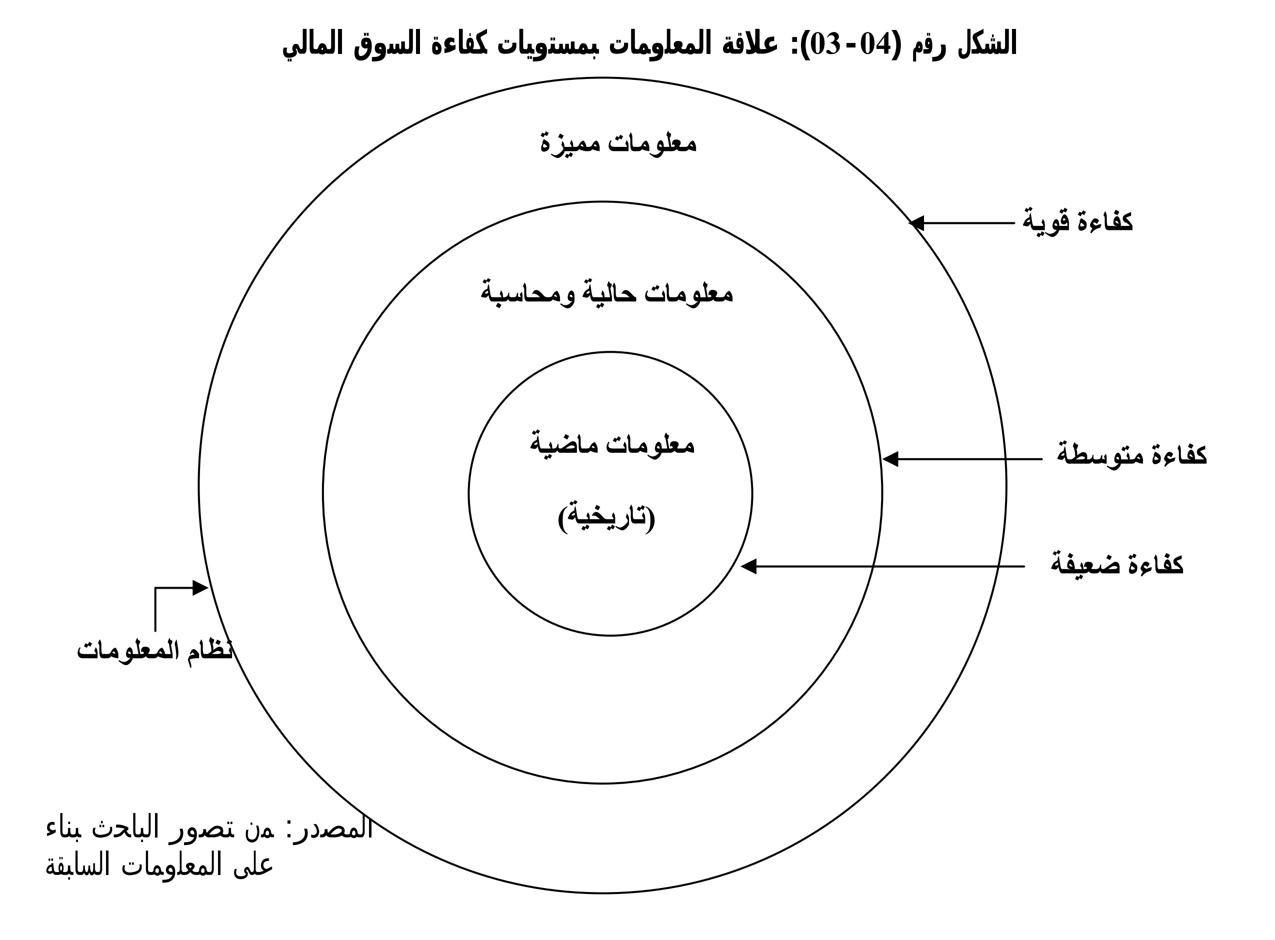
جيدة. ومن بين الدراسات التي أكدت ذلك نجد ("سيون Seyun, 1988"؛ "بورن Born, 1988" و"روزاف وزمان Rozeff & Zaman,1988").

وقد بينت دراسة قام بها "ارشادي واسل Arshadi & Eyssell, 1988 " التقدم الإيجابي في الحد من استعمال المعلومات المميزة لهؤلاء العاملين، التي جاء بها التعديل الذي أجري على قانون عقوبة كبار العاملين الذين يستغلون المعلومات المتاحة غير المنشورة عن المؤسسة التي يعملون بها لصالحهم، وأعطى لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC في الولايات المتحدة الأمريكية الحق في رفع دعوى قضائية لرد الأرباح التي يحققها العاملون من وراء تلك الصفقات، إضافة إلى حقها في فرض غرامة تصل إلى ثلاثة أضعاف الأرباح غير العادية المحققة.

ما تم ملاحظته في هذه الدراسة، التي شملت كبار العاملين وحاولت تتبع سلوكهم فيما يتعلق بالمعلومات الناتجة عن سعي طرف معين للسيطرة على معلومات المؤسسة قبل الإعلان الرسمي عنها، هو أن هناك تغير جذري في تصرفاتهم بعد صدور هذا التعديل بالمقارنة بما قبله. فبعد صدوره لم يظهر أي استغلال من قبل هؤلاء العاملين لمثل هذا النوع من المعلومات المميزة، بعكس ما كانوا عليه قبل صدور التعديل.

هذا، وما يعاب على هذه الدراسة أنها كانت محدودة، إذ لا تعبر عن جميع المستفيدين من المعلومات المميزة (مثل بنوك الاستثمار، المحاسبين، المستشارين القانونيين، أقرباء كبار العاملين...) من جهة، ومن جهة أخرى لم تشمل إجراءات أخرى من شأنها أن تكون مصدرا من مصادر المعلومات المميزة (كقرار الاندماج والاستحواذ، استراتيجية تحالف....)، واقتصرت على إجراء واحد، الأمر الذي قد يرهن نتائجها، ويحول دون إمكانية تعميمها.

الشكل رقم (04-03): علاقة المعلومات بمستويات كفاءة السوق المالي



المصدر: من تصور الباحث بناء على المعلومات السابقة

من خلال استعراضنا لصيغ الكفاءة وأهم الدراسات الميدانية التي جاءت لإثباتها من عدمها، اتضح أن هناك عدم إجماع على تحقق فرضي الكفاءة في شكلها المتوسط والقوي بشكل مطلق، حتى على مستوى مفهوم الكفاءة الاقتصادية. مما يبين أهمية ومكانة أصحاب التحليل الأساسي الذين يعتمدون في تحليل وتقييم الأوراق المالية على العوائد التي يمكن الحصول عليها في المستقبل، وذلك من خلال اكتشاف التشوهات السعرية (الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية) للأوراق المالية التي فشل السوق في تسعيرها بقيمتها الحقيقية.

ما سبق، يوفر مجالا واسعا لهؤلاء المحللين الماليين في تزويد زبائنهم بتحاليل وقيم حقيقية للأسهم تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية. فبالرغم من أن تحقيق أرباح غير عادية سيكون لا محالة على حساب مستثمرين آخرين، وبالتالي تحقيق مستثمرين لثروة على حساب التخفيض من ثروات الآخرين، إلا أنه من شأنه أن يكون دافعا للجميع في زيادة الاجتهاد في أساليب التحليل والتقييم للأسهم، الأمر الذي يقود إلى زيادة كفاءة السوق حتى على المستوى الأعلى (المتوسط والقوي).

أما فيما يخص مدى تحقق الفرض الضعيف للكفاءة، فإن هناك شبه إجماع على تحققها، الأمر الذي يصعب من تحقيق أرباح غير عادية من وراء استعمال وتحليل المعلومات الماضية، مما يقوض من أهمية استعمال أساليب التحليل الفني المبنية على التنبؤ بالسعر الذي سيؤول له السهم- بتحليل التطورات الماضية للسعر وللكميات المتداولة له-، التي تتنافى في أغلب الأحيان مع القيمة الحقيقية التي تحسب انطلاقا من خصائص الورقة المالية*، التي تكون في الأساس عند حالة تحقق الفرضية الضعيفة للكفاءة قد انعكست في السعر، مما يقود إلى عدم جدوى هذا التحليل.

وتأسيسا على ما سبق، تظهر الأهمية البالغة لتقييم الأوراق المالية في إطار تحليل العوامل الأساسية المنطلق من نظريتي الاستثمار والتقييم، في الكشف عن التشوهات السعرية، الأمر الذي يسهم في الرفع من كفاءة السوق من جهة، ومن جهة أخرى قدرته في ترشيد قرارات المستثمرين الماليين من خلال تحليلهم لوضعية مختلف الأسهم (مسعرة بأعلى أو بأقل من قيمتها الحقيقية)، ليتم اتخاذ القرار بالشراء أو الاحتفاظ أو البيع كل حسب وضعيته.

4-2: علاقة كفاءة بورصة القيم بتقييم المؤسسة***

مما يسبق، يلاحظ أن كفاءة بورصة القيم الإعلامية** L’efficience informationnelle ترتبط أساسا بمدى انعكاس المعلومات المتاحة في سعر الأوراق المالية، حيث على أساس نوعية المعلومات التي تنعكس في السعر تتحدد مستويات الكفاءة، التي تبين أنه يمكن تحققها في صورتها الضعيفة، مما يقوض من استعمال أساليب التحليل الفني. وبالمقابل يفتح المجال واسعا في استعمال التحليل الأساسي، ذلك لأنه ثار جدل كبير حول إمكانية تحقق فرضي الكفاءة المتوسطة والقوية من عدمهما، إذ يستطيع أصحاب هذا التحليل من الوصول إلى الإختلالات السعرية (الفرق بين القيمة

* - نقصد بخصائص الورقة المالية تحليل العوامل الأساسية للاستثمار، لأن ما يهم المستثمر هي العوائد التي سيحصل عليها. سيتم الحديث عن مداخل تقييم وتحليل الأوراق المالية في الفصل القادم.

*** - لما نتكلم عن قياس قيمة المؤسسة فإننا ضمنيا نتكلم عن قياس قيمة أسهم المؤسسة، إذ أن قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة هي مجموع قيمة أسهمها.

** -تكلمنا في جميع البحث عن مفهوم الكفاءة الإعلامية لبورصة القيم، لأنه قد يرى إلى كفاءة البورصة من زاوية الكفاءة التخصيصية L’efficience allocationnelle ، التي تنطلق من المفهوم الاقتصادي للكفاءة المتمثل في التخصيص الأمثل للموارد، المطالب به جميع الأعوان والفعاليات الاقتصادية بما فيها البورصة، وذلك لتحقيق التنمية والرفاهية للمجتمع. وعموما نجاح البورصة في الوصول إلى الكفاءة الإعلامية هو تعزيز للوصول إلى التخصيص الأمثل للموارد.

الحقيقية والسعر الجاري) عن طريق تحليل وتقييم الأوراق المالية للبحث عن قيمتها تبعا للمعلومات المتدفقة للسوق، خاصة منها المعلومات المنبثقة من القوائم المالية للمؤسسات.

مما سبق، تظهر أهمية تقييم الأوراق المالية في تحسين وتفعيل كفاءة السوق من خلال الوصول إلى القيم الحقيقية لها. أما والحال أن السوق تتمتع بكفاءة مقبولة، فيفترض أن الأسعار المسجلة بها تمثل أفضل تعبير عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم لقيمة المؤسسة. إذا، ما يلاحظ أن هناك علاقة تأثير تبادلية بين كفاءة بورصة القيم وقياس قيمة المؤسسة وأسهمها.

2-4-1: أهمية تقييم المؤسسة في الرفع من كفاءة بورصة القيم

يرتبط قياس قيمة وتحليل الأوراق المالية أساسا بكفاءة التسعير، حيث تبرز وتزداد أهمية القياس والتحليل في الرفع من كفاءة بورصة القيم غير الكفؤة، إضافة إلى لعبها دورا هاما في استمرارية تلك الكفؤة منها أصلا، وذلك على النحو الآتي:

2-4-1-1- بالنسبة للأسواق المتميزة بكفاءة مقبولة:

فكما سبقت الإشارة إليه، باختلاف مستويات الكفاءة فإن الأسواق الكفؤة هي تلك الأسواق التي يعكس فيها السعر جميع المعلومات المتاحة. إلا أن السؤال المطروح هو كيف تعمل السوق على انعكاس تلك المعلومات؟.

من المؤكد، أن هذه الأسواق ليست فوضوية في تحديد الأسعار؛ أي أنها تتكون بشكل عفوي، إنما هي نتاج لآلية تقوم بذلك. فالكفاءة الإعلامية للسوق، إنما هي محصلة لكفاءة مكوناته، والتي من بينها كفاءة الأطراف المتعاملة به، والمتمثلة في المستثمرين الماليين ومن ينوب عنهم في التحليل. إذ أن دخول أي معلومة جديدة لا بد من أن تحلل وتترجم في شكل قيمة محسوبة يفترض فيها أنها تعبر عن حقيقة قيمة الورقة المالية، وبعد ذلك يتم تجسيدها في شكل قرارات تفضي إلى إعطاء سعر توازن جديد بين العرض والطلب داخل السوق.

إن السوق الكفؤة هي ترجمة لكفاءة تحليل المعلومات المتاحة للجميع (تماثل المعلومات وتحليلها)، ومن ثم قياس القيمة لجميع المتعاملين بالسوق. وهكذا تعمل الآلية بشكل سريع، مما لا يدع المجال لأطراف معينة في تحقيق أرباح غير عادية بشكل مبالغ فيه، يؤدي بالضرر بأطراف أخرى. إذا فتطوير كفاءة استخدام المعلومات من خلال التحليل والتقييم الجيدين، وقبله توفر المعلومات بشكل يتيح للمستثمرين تنوع مصادر المعلومات كما ونوعا، إضافة إلى كفاءة التشغيل، أمور كلها من شأنها أن تؤدي برفع واستمرارية كفاءة السوق. وفي هذا الصدد نجد أن "بيفر Beaver,1981 "[82] فرق بين نوعين من الكفاءة عند مستوى طبيعة المعلومات وتحليلها وتقييمها(كفاءة التسعير)، على النحو الآتي:

أ- كفاءة نظام المعلومات:

ترتبط هذه الكفاءة بالمقدرة على توفير ونشر المعلومات الصادقة عن المؤسسات المصدرة للأوراق المالية بصفة مستمرة وكافية للمستثمرين. وفي هذا الإطار تؤدي التشريعات والقوانين الحكومية دورا مهما في تحديد طبيعة المعلومات الملازم بنشرها وكيفية وتوقيت ذلك.

[82])- W.H.Beaver, Market efficiency, in The accounting review, Jan 1981, P:28.

ب- الكفاءة في استخدام المعلومات:
بمعنى الكفاءة من وجهة نظر طالب المعلومة، وذلك بتوافر المعلومات التي يراها مستخدم المعلومات مناسبة له، ومن ثم يستطيع تحليلها. حيث يكون السوق كفؤا في هذا الجانب، إذا كان كفء في نظر جميع مستخدمي المعلومات (المستثمرين الماليين ومن ينوب عنهم).

تأسيسا على ما سبق، فكفاءة السوق ما هي إلا حصيلة ونتيجة لكل مكوناته ضمن مسار المعلومات، الذي يبدأ من كفاءة نظام المعلومات نفسه؛ بمعنى قدرته على توليد معلومات سليمة وصالحة ومعبرة عن حقيقة النشاط الاقتصادي للمؤسسة والقطاع الذي تنشط فيه والظروف الكلية للاقتصاد، وخاصة منها ما يتم استقاؤه من المعلومات الملزم نشرها والإفصاح عنها في القوائم المالية. ثم بعد ذلك يتم تحليل تلك المعلومات وترجمتها في شكل قيم تعكس فعلا القيمة الحقيقية لكل سهم، إذ يتوقف ذلك على كفاءة مستخدمي المعلومات أنفسهم أو من ينوب عنهم أو يزودهم (المحللون الماليون) بتلك التحاليل بتكاليف معقولة (كفاءة التسعير). غير أن هذا غير كاف، إن لم تتجسد تلك القيم المحصل عليها في الأسعار وذلك بترجمتها في شكل قرارات يصدرها المستثمرون لتشكل العرض والطلب، ومن ثم يتحدد سعر التوازن الموافق لتلك المعلومات في ظل كفاءة التشغيل.

ما يلاحظ هو أن الكفاءة الإعلامية ما هي إلا نتيجة لسلسلة متتابعة من مسار المعلومات ومعالجتها، يلعب التقييم ضمنها دورا أساسيا ومحددا للقيمة الحقيقية التي تنعكس في السعر بشكل سريع، لكي لا يكون هناك مجال واسع لتحقيق أرباح غير عادية لفائدة أطراف على حساب آخرين.

2-4-1-2- بالنسبة للأسواق غير الكفؤة:
من المؤكد أنه مادام دور تقييم الأوراق المالية بالنسبة للأسواق المالية الكفؤة قائما، فإن هذا الدور يزداد ويتعاظم بالنسبة للأسواق غير الكفؤة ، باعتبار أنه يعد من الوسائل الداعمة والدافعة لكفاءة مثل هذه الأسواق. فكما هو معلوم يفترض في المستثمر المالي الرشادة في تصرفاته وقراراته، لذا نجده في بحث مستمر عن مصلحته وتعظيم منفعته. لذا ففي إطار الأسواق غير الكفؤة نجده يدرك جيدا بأن هناك فرصا لتحقيق أرباح غير عادية، نظرا للتشوهات السعرية الموجودة في مثل هذه الأسواق.

فالسبيل الذي يستعمله المستثمر لغرض ذلك، هو القيام المستمر بتحليل وتقييم الأوراق المالية التي يعتقد بأن السوق فشلت في تقييمها(سواء أعلى أو أدنى من قيمتها) ومن ثم الوصول إلى القيم الحقيقية لها. إذ أن استمرار وزيادة انتشار هذا التفكير و تطوير أدوات التحليل لدى غالبية المتعاملين بالسوق من شأنه في فترات متقدمة ألا يدع مجالا واسعا لتحقيق أرباح غير عادية، وذلك بسبب التنافس الكبير بين المتعاملين، مما يفضي إلى تحقيق كفاءة مقبولة للسوق عند مستوى معين من المعلومات. وتزداد أهمية تحليل وتقييم الأوراق المالية بالنسبة لكثير من البورصات الناشئة العربية (كمصر[83] والكويت[84] على سبيل المثال)، بالإضافة إلى الجزائر التي مازالت في بدايتها، إذ لم ترق بعد حتى إلى مصف البورصات الناشئة بسبب ضيقها الشديد من حيث حجم التداول وعدد المؤسسات المدرجة.

---

[83])- لم يتحقق حتى فرض الصيغة المتوسطة من خلال الاختبار الذي قام به باستخدام أسلوب الإشارات واختبار الارتباط التسلسلي في:
- سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص ص:171-211.

[84])- تم باستخدام أسلوب الانحدار الكشف عن عدم تحقق الكفاءة في صورتها الضعيفة: في:
- آمال التجاني علي، سوق الكويت للأوراق المالية ومدى كفاءته، في مجلة البورصات العربية، العدد الثاني، 07/ 1987،ص ص:20-31.

وكخلاصة، نقول بأن كفاءة بورصة القيم تعبر عن نظام متكامل من العناصر يعكس المسار الأمثل للمعلومات، بدءا من تدفقها إلى السوق وانتهاء بانعكاسها في السعر. ومن ثم أمكن القول إن أي تعطل في إحدى محطات مسار المعلومات سيقوض من كفاءة السوق. ويلاحظ ضمن هذا المسار أهمية تقييم الأوراق الملية، والذي يمثل نظاما لمعالجة البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، حيث يقوم بتحليلها وترجمتها في شكل مخرجات تتمثل في قيم للأسهم، يتم على إثرها اتخاذ القرارات المناسبة من طرف المستثمرين الماليين. إذ تبرز كفاءة هذا النظام المبني على التقييم في الوصول إلى القيمة الحقيقية حسب ما حملته المعلومات من أخبار سارة أو سيئة عن المؤسسة، وعموما كفاءته من كفاءة السوق على غرار باقي محطات مسار المعلومات.

2-4-2: دور كفاءة بورصة القيم في تقييم المؤسسة

كما سبق الإشارة إليه، تعرف كفاءة بورصة القيم بأن أسعار الأوراق المالية المتداولة بها تعكس جميع المعلومات المتاحة عنها. فانطلاقا من ذلك، يلاحظ أن السعر المسجل في مثل هذه الأسواق هو أفضل تقدير لقيمة المؤسسة وأسهمها المكافئة لقيمتها الحقيقية. ومن ثم، إذا أراد من يهمه البحث عن قيمة المؤسسة (الخبير المقيم أو المحلل المالي على حد سواء) الانطلاق من المعلومات التي سبق انعكاسها في السعر، فيفترض أنه سيصل إلى قيمة مساوية لذلك السعر.

وعليه، إذا ما أريد تقييم المؤسسات أو أسهمها في إطار إجراءات التفاوض أو الاستثمار المالي أو حتى في إطار التسيير الداخلي لهذه المؤسسات المسعرة، فسعر التداول في مثل هذه الأسواق المتميزة بالكفاءة، خاصة بالنسبة لمداخل التقييم المرتكزة على القيمة السوقية[85]، يصبح أفضل مجال ومرجع مناسب لتقييم أسهم المؤسسات ومن ثم قيمة المؤسسة بالتبعية.

ومن بين الآثار التي تترتب على ممارسة عملية التقييم بشكل عام (الخبراء المقيمين والمحللين الماليين) من جراء كفاءة بورصة القيم، ما يلي:[86]

أولا: في حالة استخدام المدخل المرتكز على القيمة السوقية (الأسهم والديون)، سوف ينتج عنه مؤشر القيمة ومكان التقييم الأكثر اعتمادية وموثوقية وموضوعية لاتصافه بالقبول العام. إلا أن ذلك لا يعني بمطلقه، بأن الجميع متفقون على أن مجموع القيم السوقية للأوراق المالية لمؤسسة ما يمثل القيمة الحقيقية لها، كون أن بعض المستثمرين يعتقدون أن السعر السوقي مغال فيه في حين يعتقد البعض الآخر أن الورقة المالية مسعرة بأدنى من قيمتها الحقيقية، فلهذا السبب يوجد التداول المستمر، الناتج أيضا عن دخول معلومات جديدة. ومع ذلك فإن نظرية كفاءة السوق تقرر أن التقدير السوقي للقيمة أكثر دقة في المتوسط من تقدير أي فرد بما في ذلك المقيم، إذا ما قيم خارج وقت تقييم السوق الكفؤ. ولهذا السبب فلا يجب أن يحل حكم المقيمين الخاص بهم فيما يرتبط بالقيمة الحقيقية للورقة المالية محل حكم السوق في حالة كفاءتها، لأن هذه الأخيرة هي عبارة عن شبه إجماع لكل المحللين الماليين وخبراء التقييم في الأوراق المالية ضمن مسار المعلومات.

ثانيا: يجب أن تقدر قيمة الأوراق المالية للمؤسسة بالأسعار السوقية السائدة في تاريخ قيام المقيم بتقدير القيمة، ولا تقوم على حساب متوسط قيمة الأسهم والديون لفترات سابقة كما يذهب إلى تطبيقه البعض. ذلك لأن القيمة المسجلة لحظة التقييم هي أفضل تعبير عن مستقبل وحقيقة المؤسسة حسب ما جاءت به المعلومات المرتبطة بها.

---

[85])- للإطلاع على هذا المدخل للتقييم أنظر على سبيل المثال:
- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص ص: 49-82.
- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص ص:42-62.

[86])- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 63 (بتصرف).

بالإضافة إلى ملاءمة مدخل القيمة السوقية لتقييم المؤسسات، عند تميز السوق بكفاءة مقبولة، نجد أيضا أن المداخل المرتكزة على المقارنات(المضاعفات) باللجوء للسوق المالي لغرض تقييم المؤسسات المسعرة وغير المسعرة هي الأخرى تكون ذات جدوى باعتبار المعلومات والمؤشرات المستقاة من السوق تعبر عن القيمة الحقيقية للمؤسسة أو عينة المؤسسات (المماثلة)، التي تستعمل لغرض تقييم مؤسسات أخرى (المقارنة).

ما يمكن لفت الانتباه إليه، هو أن تحليل وتقييم الأوراق المالية ليس ضروريا لدفع السوق المالية نحو الكفاءة فقط، وإنما سيعود أيضا بالنفع والفائدة للمحلل المالي الذي يقوم بالتقييم، وذلك للأسباب التالية[87]:

1- لن تتحقق كفاءة بورصة القيم، إلا في الحالة التي يعتقد فيها البعض بعدم كفاءتها بما لديهم من توقعات يعتقدون بأنها ستتفوق على توقعات الآخرين. ولذلك فهم دائما يبحثون عن توقعات أفضل ويبحثون عن معلومات ويقومون بإجراء التحليلات المعمقة، وبذلك يساعدون على توافر تلك المعلومات للسوق وزيادة كفاءته. وعليه، فإن سعي المحللين الماليين الدؤوب للحصول على معلومات إضافية (حتى من المصادر الخاصة) وتحويلها إلى معلومات عامة (عن طريق تسويقها) سوف ينعكس أثره على كفاءة عمل المحلل المالي، وبالتالي فإن التحليل المالي يساعد في زيادة كفاءة السوق. كما أن كفاءة السوق تساعد المحلل المالي في تحقيق اقتصاديات إنتاج المعلومات اللازمة للاستخدام في الأسواق المالية.

2- توجد فرصة في الأجل القصير أمام المحللين الماليين لتحقيق بعض الأرباح الإضافية، نتيجة سعيهم للتوصل إلى توقعات أفضل من آخرين (وجود الفاصل الزمني بين معرفتهم، واتخاذهم للقرارات المناسبة لفائدتهم أو تزويد زبائنهم بها، وبين انتشار وانعكاس تلك المعلومات في الأسعار).

3- لأصحاب مهنة التحليل المالي دور هام في اكتشاف الأسهم التي يخطئ السوق في تسعيرها بقيمتها الحقيقية، كما أنهم باستخدام أساليب التحليل الحديثة والمعمقة يساعدون في رفع كفاءة محافظ الأوراق المالية، حيث يرتبط ذلك بكفاءتهم في تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وتحليلها.

4- لم تختبر فروض كفاءة السوق ولم تتحقق إلا في الأسواق الرئيسية الكبرى (مثل بورصة لندن ونيويورك)، بينما اتضح أن البورصات الناشئة في الدول النامية (مصر والكويت مثلا) تقل درجة كفاءتها، وبالتالي فإن التحليل المالي يمكن أن يلعب دورا كبيرا في تطوير كفاءة مثل هذه الأسواق.

وتأسيسا على ما سبق، يظهر بأن تقييم الأوراق المالية أمر ضروري وله دور هام في دفع و/أو استمرارية كفاءة بورصة القيم، إذ لا بد من إعطائه مجالا واسعا من خلال تبني الأطراف المعنية (المستثمرون أو من ينوب عنهم(خاصة أصحاب مهنة التحليل المالي و مستشاري القيم المنقولة)) له على أسس ومنهجية سليمة قصد الوصول إلى شبه إجماع حول القيم الحقيقية للأوراق المالية. كما يجب تطوير أساليب التحليل والتشخيص المرتبطة به بما يستجيب لدرجة كفاءة السوق، فبالنسبة للأسواق ضعيفة أو عديمة الكفاءة كحالة بورصة قيم الجزائر، يمكن للمحلل المالي عن طريق استخدام

---

[87]) -
- محمد أحمد العظمة، دور المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، مجلة المحاسبة، كلية التجارة والاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة الكويت، العدد 12، 1983، ص ص:35-47.
- A.Wyatt, Efficient market theory : its impact on accounting,. in:
- ثناء عطية فراج محمد، مرجع سابق، ص:38.

مدخل التحليل الأساسي إنتاج معلومات واستخدام التحليلات التقليدية في تحقيق توازن أسعار الأوراق المالية، وبالتالي المساهمة في رفع كفاءة هذه الأسواق. أما بالنسبة للأسواق ذات الكفاءة العالية، فلا بد للمحلل المالي أن يبذل جهدا إضافيا باستخدام مهاراته وأدوات تحليل أكثر تطورا، لمحاولة كشف فوارق الأسعار، ومن ثم المساهمة في استمرارية كفاءة السوق.

خلاصة واستنتاجات:

تمثل بورصة القيم إحدى المؤسسات الهامة التي يقوم عليها نظام اقتصاد السوق، بالنظر للدور الذي تلعبه في عملية تمويل الاقتصاد والتخصيص الأمثل للموارد، إضافة للجو المناسب الذي توفره للمتعاملين بها سواء المستثمرين الماليين أو الطالبين للتمويل، خاصة المؤسسات منهم، فيما يرتبط بالقيام باستراتيجياتهم المختلفة كل حسب سلوكه وموقعه الهادفة إلى تعظيم مكاسبهم. إلا أن هذه الأهداف المرجوة من طرف هذا الفضاء الاقتصادي سواء الجزئية منها أو الكلية تتوقف بالأساس على إمكانية تحقيقه لقدر مقبول من الكفاءة.

وعلى هذا الأساس، استطعنا أن نخلص في نهاية هذا الفصل إلى جملة من الاستنتاجات، وذلك على النحو الآتي:

- فيما يرتبط بدراسة كفاءة السوق:

1. يوجد نوعان من الكفاءة الإعلامية لسوق رأس المال؛ حيث تتمثل الأولى في الكفاءة التامة والتي تمثل الإطار النظري للظاهرة، إذ يستحيل تطبيقها على أرض الواقع، ومع ذلك فهي جد مهمة، باعتبار أن عديد الدراسات والنظريات في مجال المالية الحديثة قامت على افتراضها، أما الثانية فتتمثل في الكفاءة الاقتصادية التي تمثل الجانب الميداني والتطبيقي للظاهرة المستوحى من الجانب النظري والتي يمكن تجسيدها على أرض الواقع.
2. يكون السعر المحدد في السوق الكفؤة عند كل لحظة محل قبول عام لجميع الأطراف المتعاملة، وذلك لـ :
   1. إدراك السوق بأن السعر الجاري المسجل يعبر عن القيمة الحقيقية للأسهم، بما يقابل المعلومات المتاحة؛
   2. إدراك السوق بأن ذلك السعر الجاري المسجل ليس من تأثير أحد أو مجموعة من المتعاملين في السوق، لأن التغيرات تأتي عشوائية وغير مترابطة من فترة لأخرى.

- من خلال استعراض صيغ الكفاءة وأهم الدراسات الميدانية التي جاءت لإثباتها من عدمها، تبين الآتي:

1. أن هناك عدم إجماع على تحقق فرضي الكفاءة في شكلها المتوسط والقوي بشكل مطلق، حتى على مستوى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، مما يبين أهمية ومكانة أصحاب التحليل الأساسي الذين يعتمدون في تحليل الأوراق المالية وتقييمها على العوائد التي يمكن الحصول عليها في المستقبل، وذلك من خلال اكتشاف التشوهات السعرية (الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية) للأوراق المالية التي فشل السوق في تسعيرها بقيمتها الحقيقية. مما يوفر مجالا واسعا لهؤلاء المحللين الماليين في تزويد زبائنهم بتحاليل وقيم حقيقية للأسهم تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية.
2. أن هناك شبه إجماع على تحقق الفرض الضعيف للكفاءة، الأمر الذي يصعب من تحقيق أرباح غير عادية من وراء استعمال وتحليل المعلومات الماضية، مما يقوض من أهمية استعمال أساليب التحليل الفني المبنية على التنبؤ بالسعر الذي سيؤول له السهم من خلال تحليل التطورات الماضية للسعر وللكميات المتداولة له.

- فيما يرتبط بعلاقة التقييم بكفاءة السوق فقد استنتجنا ما يلي:

1. تعبر كفاءة بورصة القيم عن نظام متكامل من العناصر يعكس المسار الأمثل للمعلومات، إذ أن كفاءتها هي محصلة ونتيجة لكفاءة كل مكوناتها ضمن ذلك المسار، الذي يبدأ من كفاءة نظام المعلومات نفسه؛ بمعنى قدرته على توليد معلومات سليمة وصالحة ومعبرة عن حقيقة النشاط الاقتصادي. ثم بعد ذلك يتم تحليل تلك المعلومات وترجمتها في شكل قيم تعكس فعلا القيمة الحقيقية لكل سهم، إذ يتوقف ذلك على كفاءة مستخدمي المعلومات أنفسهم أو من ينوب عنهم أو من يزودهم (المحللون الماليون) بتلك التحاليل بتكاليف معقولة (كفاءة التسعير). ليليها تجسيد تلك القيم المحصل عليها في الأسعار وذلك بترجمتها في شكل قرارات يصدرها المستثمرون لتشكل العرض والطلب، ومن ثم يتحدد سعر التوازن الموافق لتلك المعلومات في ظل كفاءة التشغيل.
2. إن أي تعطل يحدث في إحدى محطات مسار المعلومات سيقوض من كفاءة السوق. ويلاحظ ضمن هذا المسار أهمية تقييم الأوراق المالية، والذي يمثل نظاما لمعالجة البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، حيث يقوم بتحليلها وترجمتها في شكل مخرجات تتمثل في قيم للأسهم، يتم على إثرها اتخاذ القرارات المناسبة من طرف المستثمرين الماليين. إذ أن كفاءة هذا النظام المبني على التقييم هي الوصول إلى القيمة الحقيقية حسب ما حملته المعلومات من أخبار سارة أو سيئة عن المؤسسة، وعموما كفاءته من كفاءة السوق على غرار باقي محطات مسار المعلومات.
3. عندما تتمتع السوق بكفاءة مقبولة، فإن الأسعار المسجلة بها تمثل أحسن تعبير للقيمة الحقيقية للسهم، ومن ثم تفيد المقيم (المحلل المالي والخبير المقيم) في الرجوع لها كأساس ومرجع في عمله سواء بالنسبة لعمليات التحليل المالي أو لأغراض التفاوض فيما يرتبط بالطرق المرتكزة على القيمة السوقية ومنظور المقارنة. كما يبقى دور المقيم (المحلل المالي) قائما في مثل هذه الأسواق، باعتبار أن كفاءة أغلبية المستثمرين والمحللين الماليين في الوصول إلى القيمة الحقيقية في كل مرة عند تدفق المعلومات هو عبارة عن أحد الدعائم الأساسية لاستمرارية كفاءة السوق بشكل عام.
4. عندما لا تتمتع السوق بالكفاءة المطلوبة؛ سيكون دور التحليل المالي للبيانات والمعلومات، ومن ثم عملية التقييم من الأهمية بمكان في الوصول ودفع السوق نحو الكفاءة. إذ أنه عند استعمال جميع المتعاملين لآلية التقييم قصد التنافس لتحقيق أرباح إضافية، سيؤدي إلى تقلص هذه الأخيرة بشكل تدريجي، حتى تصل إلى درجة توشك أن تنعدم. فكلما زاد التنافس في استعمال أدوات التحليل والتقييم، يؤدي إلى تطويرها الذاتي من جهة، وإلى زيادة كفاءة السوق من جهة أخرى، لتصبح بعد ذلك الآلية المحافظة على استمرارية كفاءة السوق.

الفصل الخامس: أهمية تقييم المؤسسة (الأسهم) في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي

المبحث الأول: المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية.

المبحث الثاني: طرق تقييم الأوراق المالية.

الفصل الخامس: أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي

تتباين أهداف المستثمرين الماليين من وراء استثمارهم في الأوراق المالية**، إلا أن الهدف العام والأكثر شيوعا والمرتبط بطبيعة الاستثمار أيا كان نوعه هو المتعلق بتعظيم المكاسب والمنافع من وراء ذلك، والمتمثل في زيادة قيمة ومردودية تلك الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى زيادة ثروتهم (ارتفاع القيمة). ولتحقيق ذلك، لا بد من توفر أدوات منهجية تساعد المستثمر في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية؛ الشراء أو البيع أو الاحتفاظ حسب كل حالة ضمن السياسة والاستراتيجية المتبعة في تسيير محفظته*

تعتبر عملية تحليل الأوراق المالية محل اهتمام الأطراف المتعاملة ببورصة القيم، باعتبارها تعد الخطوة الهامة في سبيل اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها. فبالنسبة لمديري المحافظ الاستثمارية يكون ذلك التحليل مهما عند بداية تشكيل المحفظة للمرة الأولى من خلال معرفة الأوراق المالية الجذابة من منظور المردودية والمخاطر. وبذلك يستطيع المستثمر تحقيق أهدافه من وراء هذا التحليل، بما يمكنه من فحص العديد من البدائل الاستثمارية المتاحة بشكل يساعده على اتخاذ القرارات المتعلقة بحيازته أو عدم حيازته للأوراق المالية[1]. ويبقى دور التحليل مستمرا في تقييم المحفظة، لأن ما كان جذابا قد لا يكون كذلك، والعكس صحيح في ظل التدفق المستمر للمعلومات الجديدة. وكذلك يسمح أحد مداخل هذا التحليل بالوقوف على القيمة الحقيقية للأوراق المالية، فيتم كشف الأوراق المالية التي يخطأ السوق في تسعيرها، مما يتيح للمستثمرين الماليين الذين يغلب عليهم سلوك المضاربة من تحقيق أرباح إضافية.

وتمثل مداخل التحليل نظاما يحتوي على تقنيات تشخيص وتقييم للأوراق المالية المستهدفة (مدخل التحليل الأساسي) وتقنيات وأساليب لدراسة حركة الأسعار لمعرفة واكتشاف نمط معين تسلكه في المستقبل القريب (مدخل التحليل الفني)، قصد اتخاذ القرار المناسب حسب كل ظرف. ويلعب التقييم دورا مهما عند محاولة الوقوف على القيمة الحقيقية للأوراق المالية، واكتشاف فرص تحقيق الأرباح، ومن ثم توجيه القرارات بشكل سليم.

وعلى هذا الأساس سنتطرق إلى العناصر الآتية:

- المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية
- طرق تقييم الأوراق المالية

**- قد يكون أحيانا هدف بعض من يحاول شراء أسهم المؤسسات السيطرة، فهو بذلك لا يهمه العائد وفوارق القيمة، بقدر ما تهمه أهداف أخرى ذات طبيعة استراتيجية طويلة المدى من جهة. ومن جهة أخرى حتى وإن كان الهدف هو الحصول على التدفقات المتأتية من الاستثمار، فالبعض نجده يسلك سلوك المضاربة ومن ثم فهو يبحث عن فوارق القيمة و البعض الآخر نجده يقوم باستراتيجية الشراء والاحتفاظ وسعيه وراء العوائد(توزيعات الأرباح، الفوائد).

- للاطلاع على الإستراتيجيات المتبناة في الاستثمار في محفظة الوراق المالية أنظر على سبيل المثال:
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص:409-484.
- أما للاطلاع على السياسات المرتبطة بتشكيل المحفظة (سياسة دفاعية؛ بمعنى متحفظة من الخطر ويلجأ متتبعها إلى الأوراق المالية ذات العائد الثابت(السندات الحكومية، الأسهم الممتازة)، سياسة هجومية؛ بمعنى تحمل المخاطرة بشكل كبير لتحقيق عوائد كبيرة ويلجأ المستثمر إلى الأسهم العادية وبعض أسهم الشركات للقطاعات المرتفعة المداخيل المرتفعة المخاطر، سياسة متوازنة) أنظر على سبيل المثال إلى:
- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، بدون مكان نشر، 1997، ص:81-82.

[1])- إبراهيم فريد محمد أمين، المعلومات المحاسبية ومداخل تحليل الاستثمار في الأوراق المالية، في مجلة المال والتجارة، العدد 18، ماي 1984، ص: 21.

المبحث الأول: المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية

يوجد مدخلان شائعان في تحليل الأوراق المالية يستعملهما المحللون الماليون، إذ ينطلقان من أسس وفلسفة مختلفة تماما عن بعضهما البعض، وهما:

- مدخل التحليل الفني للأوراق المالية.
- مدخل التحليل الأساسي للأوراق المالية.

1-1: مدخل التحليل الفني

يعتبر هذا المدخل من بين الأدوات التي تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، شأنه شأن مدخل التحليل الأساسي. غير أنه لا يهتم إطلاقا بالمعطيات الاقتصادية المرتبطة بالمؤسسة المسعرة[2]، وعليه فهو لا يقوم بمرحلة جمع وتحليل المعلومات والبيانات التي تستهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية لأسهم المؤسسة الموافقة لقدرتها على خلق تدفقات مستقبلية. إذ ينصرف التحليل الفني إلى تتبع حركة الأسعار وحجم التداولات التي سبق تسجيلها في السوق لاكتشاف سلوك أو نمط تتبعه حركة الأسعار، ليتم على إثرها –وفق زمن يعتبر محددا- اتخاذ القرار المناسب للمستثمر.

وعلى هذا الأساس، يمكن تعريف التحليل الفني بأنه: "التحليل الذي يدرس حركة Action السوق بالاستعانة أساسا بالمنحنيات Les graphiques بهدف معرفة(لحظة التقييم) تأثير(انعكاس) Anticiper الاتجاهات المستقبليةLes tendances futures على الأسعار "[3].

إذا من خلال ذلك، يسعى أصحاب هذا التحليل إلى دراسة كل مسببات العرض والطلب في الماضي لمختلف أسعار الأسهم، إذ يتم تحليل دوافع المستثمرين التي أدت لاتخاذ قراراتهم لمعرفة كيفية تشكل العرض والطلب في الماضي. وبذلك تتكون لهؤلاء المحللين صورة عن مسببات حركة الأسعار وعن نمط معين تسلكه، مما قد يتيح لهم اتخاذ قرارات لفائدة زبائنهم مفضية لتحقيق مكاسب إضافية. ويعتبر التوقيت المناسب لاتخاذ القرار أحد العوامل الهامة والمحددة بالنسبة لهذا المدخل، إذ بمعرفة السلوك التي تسيير عليه الأسعار، وفي ظل ظهور بوادر سبق وأن شوهد أثرها على الأسعار في الماضي ستكون هناك فرصة في ذلك الوقت، لتتحرك الأسعار بنفس السلوك الذي سبق وأن تحركت به.

ويقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات، تتمثل في ما يلي[4]:

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس قوى السوق، ممثلة في العرض والطلب؛
- تحكم العرض والطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي، والبعض الآخر غير موضوعي، حيث أن العوامل الموضوعية نجدها تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، بينما تتمثل العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي على سبيل المثال في مزاج المستثمرين (الحالة النفسية)، والتخمين،.... ؛

---

[2])- L.Thiaville, Connaître l’analyse technique : pour comprendre les graphique en bourse, Edition Le journal des finances, Paris, 2002, P :10.

[3])- Ibidem, P: 01.

[4])-إبراهيم فريد محمد أمين، مرجع سابق، ص: 26.

- يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب، سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية، ليتم بشكل تلقائي تحديد الأسعار الملائمة؛
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة؛
- يرجع التغير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب، إذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبع ما يجري داخل السوق نفسه آجلا أم عاجلا.

ولغرض القيام بالتحليلات المرتبطة بدراسة حركة الأسعار في الماضي، يستعمل الفنيون عدة أساليب تمكنهم من ذلك، خاصة منها المتوسط المتحرك والاعتماد على رسم الخرائط، إذ أن هذه الأخيرة نجدها قد ارتبطت بتسمية أصحاب هذا المدخل باللغة الأجنبية، فتسمية les chartistes تعني مستعملي الخرائط، وذلك على النحو الذي تمكنهم من رسم وتتبع حركة الأسعار وبعض المعلومات المرتبطة بها لتسمح لهم بالتنبؤ، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب.

ومن بين الأساليب المعروفة في مجال التحليل الفني، نجد نظرية "داو" التي تعد أقدم وأشهر أدوات التحليل في هذا المدخل. إذ تنسب النظرية إلى مؤسسها " شارلس هنري داو Charles Henry Dow " والذي ارتبط اسمه بمؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة الذي ساهم في بنائه مع شريكه"ايدي جونز Eddie Jones " ، ومن بين الأسباب التي أدت إلى نجاح هذه النظرية هو تنبؤها بالأزمة المالية التي حدثت في الثلاثينات والتي نجم عنها الكساد العظيم، وقد نشرت جريدة "والستريت"- الذي كان أحد مؤسسيها- في ذلك تحليلا يقوم على نظرية "داو" أشارت فيه أن فترة السوق الصعودي قد انتهت وقد بدأت فترة السوق الهبوطي، وقد صح ذلك التنبؤ وأخذت أسعار الأسهم في الهبوط فعلا[5].

وتعمل هذه النظرية على فكرة أن أسعار الأسهم تسير في تحركات وموجات مثل الماء، وقد تكون هذه الموجات طويلة أو متوسطة أو قصيرة، وأن هناك اتجاها رئيسيا للأسعار يحكم هذه الموجات بشكل عام[6]. وما على المحلل، إلا أن يكتشف نمط تحرك تلك الموجات (اتجاهها ارتفاعا أو انخفاضا) وطبيعتها، مما يساعده في تصور القرار وتوقيته المناسبين الذي ينصح به زبونه (المستثمر)، فإذا اكتشف أن الموجة بدأت في الارتفاع، فهو يسارع في شراء السهم قبل وصول الموجة إلى ذروتها ومن ثم بيعها. وإذا ما كان اتجاه الموجة عكس ذلك فهو يسارع بالبيع إذا ما كان مالكا للورقة المالية أو البيع على المكشوف إذا كان لا يملكها، وذلك قبل أن تصل الموجة إلى ذروة الانخفاض. وفي كلا الحالتين، إذا ما صدقت التنبؤات وتم اكتشاف نمط موجة الأسعار، فإن المستثمرين الذين يعتقدون بهذا التحليل سيحققون أرباح مضاربة (غير عادية)، والتي يكون حجمها أكبر كلما اكتشف انطلاق الموجة مبكرا، وبذلك يلعب توقيت اتخاذ القرار دورا مهما في تعظيم الأرباح الإضافية لمستخدمي هذا التحليل.

كما يعد "رالف نيلسون إيليوت Ralph Nelson Elliott " من بين السباقين في اعتماد منهج التحليل الفني، إذ نجده في سنوات الثلاثينات قد ذهب بعيدا في تفصيل وصف الدورات البورصية أكثر من سابقه(داو)، وللأهمية التي يتمتع بها أسلوبه في مجال التحليل الفني، نجد بأن هناك نظرية وطرق اقترنت باسمه Théorie et méthodes d'Elliot ، فبفضل طريقته في التحليل استطاع أن يتنبأ في سنه 1935 –في وسط الحركة التصحيحية التي عرفتها البورصة (فترة الهبوط الشديد للأسعار التي

---

[5])- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:428 (بتصرف).
[6])- ثناء عطية فراج محمد، مرجع سابق، ص: 69.

تنبأ بها "داو")- بأن السوق الأمريكي هو في بداية أن يستعيد بقوة وبشكل دائم عافيته (ارتفاع الأسعار)[7].

ومن بين الأساليب التي تستخدم في هذا التحليل إضافة لنظريتي "داو" و"إيلوت"، نذكر على سبيل المثال ما يلي: [8]

أ- مؤشر (خريطة) القوة النسبية:

يحاول هذا الأسلوب اكتشاف الأسهم ذات القوة النسبية، إذ أن هذا المفهوم يقضي بأن درجة تقلب أسعار الأسهم تتفاوت، بحيث توجد بعض الأسهم التي ترتفع أسعارها بشكل حاد وسريع استجابة لارتفاع السوق، غير أن أسعارها تستجيب ببطء نحو الانخفاض في حالة السوق النزولي، فهذا النوع من الأسهم الذي يتميز بهذا السلوك يطلق على أسعاره بأنها تتسم بقوة نسبية. ومن ثم نجد أن المحللين يحاولون استخدام بعض المؤشرات لاكتشاف ذلك كحساب معدل المردودية على الاستثمار للأسهم، ليصنف من خلاله الأسهم ذات المتوسط للمردودية المرتفع على أنها تتميز بقوة نسبية، بالإضافة إلى استخدام مؤشرات أخرى، وقد يتم الاستعانة برسوم وخرائط تظهر المؤشرات المستخدمة، وذلك لإتاحة قراءة وتتبع أفضل لمثل هذه الأنواع من الأسهم.

ب- حساب المتوسط المتحرك:

بناء علي هذا الأسلوب، يعتقد الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى سلوك اتجاه معين، لذا نجدهم يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم لفترة كافية تمكنهم من الحكم على اتجاه حركة الأسعار في المدى الطويل، فإذا ما تم اكتشاف ذلك أمكنهم من تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار.

ج- استخدام الخرائط:

يغلب كثيرا على عمل الفنيين استخدام الخرائط، وهذا ما يفسر ارتباط تسميتهم بها، وتفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما تتيح للمحال رؤية أدق لتلك المعلومات فيما لو كانت في شكل أرقام، وتفيده بذلك في استنتاج التحاليل المفضية إلى تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض ومدة ذلك...الخ. ولهذا الغرض توجد عدة أنواع من الخرائط كخرائط الأعمدة والنقطة والشكل، إذ يستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحال الوصول إليه.

مما سبق، يمكن أن نلاحظ أمرين يرتبطان بهذا المدخل وهما:

- لا يعترف هذا المدخل بصيغة كفاءة السوق عند مستواها الضعيف، ومن ثم بكفاءة السوق بشكل عام، إذ يحاول أصحاب هذا المدخل تحليل المعلومات الماضية من خلال تتبع حركة الأسهم، لإيجاد نمط أو سلوك، يمكن معه تحقيق أرباح غير عادية، وبالتالي فهم لا يعتقدون بعشوائية حركة الأسهم المطابقة لكفاءة السوق؛

---

[7])- L.Thiaville, Op.cit, P :08.

[8])- للإطلاع أكثر على هذه التقنيات وتقنيات أخرى للتحليل التقني يمكنك الرجوع على سبيل المثال إلى:
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص: 427-458.
- الزغيبي والقباني للاستشارات المالية، مرجع سابق، ص ص:158-182.
- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص:345-419.
- J.Murphy, L'analyse technique des marchés financiers, Traduit de l'américain par P.Stokowski et A.Dublanc, Valor Editions, 2003, Hendaye, PP : 27-385.
- L.Thiaville, Op.cit , PP : 23-86.
- A.Dublanc et F.Barrioz, Le guide des indicateurs de marché, Valor Editions, Hendaye, 1998.

- لا تتمثل مخرجات هذا التحليل في تحديد قيمة الأسهم، إذ يحاول أصحابه اكتشاف نمط معين تسلكه الأسعار، ليتسنى لهم تحديد وقت الارتفاع أو الانخفاض، ليتم على إثره اتخاذ القرار المناسب، وعليه يهدف تحليل أصحاب هذا المدخل إلى تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار، ولا يمكنهم من تحديد قيم مناسبة للأسهم.

1-2: مدخل التحليل الأساسي

يعنى هذا المدخل -والذي يطلق على أصحاب من يستعملونه بالأساسيين Les fondamentalistes-، بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التحليل. ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات، ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم*.

يهدف أصحاب هذا المدخل في نهاية التحليل إلى البحث والوصول للقيمة الحقيقية للورقة المالية محل المتابعة، إذ نجده يعتمد في ذلك على عملية وطرق التقييم. ومن خلال تسمية التحليل الأساسي التي تطلق على هذا المدخل، نجد أن القيمة الحقيقية محل البحث تتحدد وفقا للعوامل الأساسية الناتجة عن خصوصيات المؤسسة المصدرة للورقة المالية والقطاع والمحيط الاقتصاديين اللذان تنشط فيهما، وتأثير ذلك على تدفقاتها المستقبلية وعلى معدل المردودية والمخاطرة المرتبطتين بها.

ويمر متتبعي هذا المنهج في تحليل وتقييم الأوراق المالية- بغية الوصول إلى هدفهم بشكل سليم- بمنهجية واضحة ومتسلسلة، حيث تتضمن جمع المعلومات وتحليل وتشخيص كل الظروف المؤدية إلى التنبؤ بالتدفقات وبمعدل المردودية والمخاطرة المرتبطة بالورقة المالية المستهدفة، ومن ثم اللجوء إلى عملية التقييم للوصول للقيمة الحقيقية، ليتم بعد ذلك اتخاذ القرار المناسب. لذا ففي هذا الشأن نجد أن المحلل المالي يأخذ الوقت الأطول والعناية الكافية في المرحلة الأولى المتمثلة في جمع وتحليل المعلومات، نظرا لحساسيتها وتأثير مخرجاتها بشكل مباشر على عملية التقييم والقيمة الحقيقية للورقة المالية من جهة، ومن جهة أخرى طول وتعدد خطواتها في الأساس. إذ تتم المرحلة الأولى بشكل منتظم ومتسلسل على نحو يمكن معه للمحلل من أخذ صورة كافية ومعبرة عن الحقيقة الاقتصادية للورقة المالية عند مرحلة التقييم في لحظة زمنية معينة، إضافة إلى إمكانية توجيه واتخاذ القرار في تلك المرحلة نفسها، بمعرفة الأمكنة المالية وقطاعات النشاط والأوراق المالية الجذابة من غيرها.

مما سبق، يقوم المحلل المالي الذي يتبع هذا المدخل بالخطوات التالية:

1-2-1- مرحلة تحليل العوامل الأساسية:

وفي هذا الشأن، يتم تحليل وتشخيص المعلومات والعوامل الآتية:

1- تحليل العوامل الكلية للاقتصاد؛

2- تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع المستهدف، الذي تنشط فيه المؤسسة؛

3- تحليل العوامل المرتبطة مباشرة بالمؤسسة.

*- يرتكز هذا التحليل على نظرية الاستثمار، وذلك لأنه يبحث عن قيمة الاستثمار اليوم بدلالة التدفقات والأرباح التي سيحققها في المستقبل، لأن مفهوم الاستثمار هو التضحية بأموال حالية للحصول على أموال مستقبلية، يأمل أن تكون هذه الأخيرة أعلى من الأولى وتأخذ في الحسبان عامل المخاطرة المرتبطة بطبيعة الاستثمار. وللوصول للقيمة الموافقة لذلك نجده يعتمد على نظرية التقييم، وذلك بالاعتماد على الطرق المرتكزة على الاستحداثActuarielle (القيمة الذاتية).

ما يلاحظ على التحاليل الواجب القيام بها في هذا المدخل، بأنها متسلسلة ومرتبة، بداية من القيام بتحليل المعلومات عن الاقتصاد الكلي، مرورا بمعلومات عن نشاط القطاع (أو القطاعات) الاقتصادي المستهدف، ثم بعد ذلك تحليل المعلومات الخاصة بالمؤسسة المستهدفة. وعلى هذا الأساس يوجد أسلوبان متعارف عليهما لدى المحللين في تتبع خط التحليل السابق، وهما:

1. أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل؛ حيث يتم وفق هذا الأسلوب- الذي يطلق عليه أيضا التحليل من الكل إلى الجزء- تحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية للدولة، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه المؤسسة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل المؤسسة ذاتها.
2. أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى؛ الذي يسمى أيضا بالتحليل من الجزء إلى الكل، حيث يعمل هذا الأسلوب بعكس اتجاه الأسلوب السابق، إذ يبدأ بتحليل ظروف المؤسسة ثم بعد ذلك تحليل القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، ليلي ذلك تحليل ظروف الاقتصاد الكلي.

يرى للوهلة الأولى، أن تتبع كلا الأسلوبين سيوصلان إلى نتائج تحليل متماثلة، لكن الواقع غير ذلك، إذ تمثل هذه الحالة الاستثناء من الحالة العامة التي تكون فيها النتائج غير متقاربة، وإلا بما يفسر استعمالهما في التحليل بالرغم من مرورهم على نفس المحطات. وانطلاقا من التباين الحاصل بين استعمال الأسلوبين على مستوى نتائجهما، يطرح التساؤل حول الأفضل والأحسن في الوصول إلى نتائج مقاربة إلى الواقع والمفضية لاتخاذ قرارات سليمة وصائبة لفائدة المستثمر.

في هذا السياق، يميل الكثير من المحللين إلى استعمال أسلوب من الكل إلى الجزء، إذ بتحليل الظروف الكلية للاقتصاد في البداية تتكون للمستثمر أو من ينوب عنه صورة عن التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية للدولة، وما يتبعها من تأثيرات على بورصة القيم، ثم يتبع ذلك تحليل ظروف القطاع في محاولة لمعرفة القطاع أو القطاعات الواعدة، وفي الأخير يتم التحليل على مستوى المؤسسة، الذي يكون الهدف من ورائه معرفة أفضل المؤسسات داخل القطاع الواعد التي يوصي المحلل بالاستثمار في أوراقها المالية[9].

وفي نفس السياق، يرى طرف آخر[10] أنه بالرغم من الاختلاف الظاهر بين الأسلوبين، إلا أنهما يكملان بعضهما البعض ويمكن استخدامهما معا في التحليل، حيث يمكن القيام بتحليل الظروف الاقتصادية وظروف القطاع، وفي ذات الوقت يتم تحليل ظروف المؤسسة. فإذا ما أظهرت التحليلات السابقة نفس النتائج ازدادت درجة الثقة في إمكانية الاعتماد على النتائج التي تم استخلاصها من التحليل في اتخاذ قرار الاستثمار، أما في حالة عدم التجانس في النتائج فيكون من الأفضل إعادة النظر في نتائج كل من الأسلوبين بصفة مستقلة.

ما يمكن ملاحظته على الطرح الأخير، القاضي باستعمال الأسلوبين معا، وإعادة التحليل كل على حده إن لم تكن النتائج متوافقة، هو أنه تم إهمال نقطة أساسية والمتعلقة بتكاليف العملية، إذ أنه باستعمال الأسلوبين معا ستكون العملية مكلفة عن ما إذا كانت بأسلوب واحد، ناهيك عن التكاليف الإضافية التي ستنجم عند إعادة التحليل المحتملة للمرة الثانية في حالة عدم تجانس النتائج – وهي

[9]- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 284-285.

[10]-
- نفس المرجع، ص: 286.
- إبراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم، مرجع سابق، ص: 90.

الحالة العامة-، وبذلك تصبح العملية مكلفة كثيرا، مما يؤدي إلى ارتفاع أتعاب المحللين، الأمر الذي ينعكس على تقليل هوامش الربح المتوقعة للمستثمرين، بالإضافة إلى التقليص من كفاءة السوق.

وقبل معرفة الأسلوب الأفضل في التحليل، لابد من تحديد المغزى من عملية التحليل المتبعة وفق هذا المدخل، إذ يفترض أن الحالة العامة من وراء استخدام هذا التحليل هي البحث عن الأوراق المالية الجذابة، وفي ذات الوقت جمع المعلومات والبيانات للاستفادة منها في التنبؤ وتقييم الورقة المالية، إضافة إلى إمكانية المساعدة على اتخاذ وتوجيه القرار عند مستوى معين من مراحل التحليل قبل استفاء كل المراحل، مما يساعد في اقتصاد الجهد والوقت. وما دام الحال كذلك، فإن الطرح الأول منطقي إلى حد ما، لأنه يمكن من القيام بالبحث عن الأوراق المالية الجذابة ويتيح جمع المعلومات والبيانات من جهة، ومن جهة أخرى يساعد على توجيه قرار الاستثمار بشكل متدرج، حيث أنه بمعرفة الظروف الاقتصادية للدولة يتم اختيار مكان مالي على آخر، ليتم بعد ذلك الانتقال إلى مرحلة اختيار القطاع أو القطاعات الجذابة، ثم أخيرا اختيار المؤسسات ذات الجاذبية.

وفي ظروف وأوضاع أخرى، قد يكون من المناسب البدء بتحليل المؤسسة، خاصة عندما تتوفر للمستثمر معلومات عن الحالة الكلية للاقتصاد، إذ نجد أن فترة الرواج أو الانكماش الاقتصاديين قد تطول نسبيا، كما أن السياستين النقدية والمالية تكونان مستقرتين ومعروفتين في التوجه، الأمر الذي يوفر للمحلل معلومات مسبقة عن هذه المرحلة، أو عندما تكون لدية فكرة مسبقة عن قطاع أو مؤسسة جذابة. فعلى هذا الأساس وتقليصا لتكاليف العملية التي تنجر عن طول مراحل التحليل واستمرارية عملية التحليل عقب ورود معلومات جديدة، خاصة منها المعلومات المباشرة عن المؤسسة (القوائم المالية المنشورة، تغيير توقعات الأرباح...)، يستحسن تحليل وضعية المؤسسة مباشرة كمرحلة أولى.

وعموما، يمكن أن يضع المحلل المالي نصب عينيه لاختيار أحد الأسلوبين أو الجمع بينهما نقطتين أساسيتين وهما:

- أن يراعي قيد تكاليف العملية، بحيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح له الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية وبأقل التكاليف الممكنة، كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة؛
- أن يدرك بأن اختياره لأي أسلوب والوصول إلى القيمة المعطاة للسهم ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية، إذا كان محل إجماع وقبول عامين لدى المتعاملين في السوق سواء كانوا مستثمرين أو محللين ماليين، لأنه إن لم يدرك السوق بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله فإنه لن يتمكن من تحقيق أرباح إضافية.

ويمكن أن نستعرض العوامل الأساسية التي يتم تحليلها بشكل موجز على النحو الآتي[11]:

أ- تحليل العوامل الكلية للاقتصاد:

في هذا الإطار، يقوم المحلل بالبحث واكتشاف حالة الظرف الاقتصادي (رواج أو انكماش)، بالإضافة إلى تتبع نتائج السياسة الاقتصادية من خلال السياستين المالية والنقدية ومدى تأثيرها على

[11])- لمزيد من الاطلاع والتفصيل أكثر أنظر على سبيل المثال إلى المراجع التي تم الاعتماد عليها:
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص: 283-388.
- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، بدون مكان النشر، 1998، ص ص: 41-166.

المجمعات الكبرى والحسابات الوطنية كحجم الإنفاق، معدلات البطالة، الكتلة النقدية، معدلات التضخم، الضرائب، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدل النمو،...الخ.

وبعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة على وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المردودية والمخاطرة للمؤسسات، ذلك لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم المؤسسات. و يفيد أيضا تحليل العوامل الاقتصادية الكلية في تحديد توقعات واتجاهات بورصة القيم، فمثلا في فترات الرواج الاقتصادي التي تتزايد خلالها معدلات التجارة نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد على عكس فترات الكساد[12]. إذ أن ذلك سيتيح للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد، ومن ثم يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة المتطابقة مع حالة الانكماش أو حالة الرواج، أو يحاول في حالة الانكماش أن يتوجه لأمكنة مالية في بلدان أخرى أو أنه يبحث في الاستثمار في استثمارات أخرى كالمعادن النفيسة والعقارات.

ويستطيع المحلل المالي أن يستعمل عدة مؤشرات اقتصادية تفيده في أخذ صورة عن تغير السلوك الاقتصادي وتبين له الحالة الاقتصادية، وكمثال على ذلك نجد:

- تغير الناتج الداخلي الخام؛
- الدخل الوطني ونصيب الفرد منه؛
- معدلات البطالة والتضخم؛
- تحقيق الأرباح أو الخسائر للمؤسسات؛...الخ.

نجد أن هذه المؤشرات مهمة جدا في تشخيص وضعية الاقتصاد، فعلى سبيل المثال يعتبر تغير الناتج الداخلي الخام من فترة لأخرى مقياسا لمعدل النمو في الاقتصاد، وبذلك فإن نموه بشكل مستقر دليل على صحة الاقتصاد والعكس صحيح. كذلك تعتبر معدلات البطالة دليلا على حالة الرواج والانكماش في الاقتصاد، كما تفيد أيضا معدلات التضخم في كشف الوضع الاقتصادي وتفيد في التنبؤ بسلوك البنك المركزي بشأن معدلات الفائدة الموافقة لحالة معدل التضخم. وهناك العديد من المؤشرات التي تفيد في تشخيص الوضع الاقتصادي، وكذلك تفيد في التنبؤ بسلوك السياسة النقدية والمالية وما لها من تأثيرات على بعض المؤشرات الهامة للمتعاملين في بورصات القيم كأسعار الفائدة ومعدلات الضرائب.

ب- تحليل وضعية القطاع:

تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة، فعملية اختيار الأوراق المالية للمؤسسات، تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه بشكل عام. ذلك أن تحليل القطاع يوفر للمحلل معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، حوافز الدخول والخروج، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات، إذ قد تكون بعض القطاعات تتلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمارات فيها.

إذا، فتحليل القطاع وجمع المعلومات عنه، تساعد المحلل في أخذ صورة أولية عن المؤسسات المنتمية لنفس القطاع، إذ أنها ستكون متفقة ومتشابهة في الخصائص، وتكون عرضة في أحيان كثيرة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع. وعليه، يساعد ذلك في فهم طبيعة وسلوك النشاط التي تنتمي إليه المؤسسة، مما يسمح بإمكانية تقدير احتمالات النمو من خلال زيادة الطلب في السوق وأثر ذلك على

[12])- إبراهيم فريد محمد أمين، مرجع سابق، ص: 27.

وضعية المؤسسة داخل السوق، وذلك بالاستعانة ببعض التقنيات كمصفوفات الوضعية الاستراتيجية. وبعد ذلك، يمكن للمحلل أن يستفيد من تقدير التدفقات المستقبلية للمؤسسة أو للمؤسسات المستهدفة ضمن قطاعاتها، بالإضافة إلى تقدير المخاطر المرتبطة بالقطاع، ومن ثم المساعدة في توقع المخاطر والمردودية المرتبطتين بالمؤسسة.

وعند تحليل القطاع، يجب التركيز على عدة جوانب، نأخذ منها على سبيل المثال ما يلي[13]:

- طبيعة ونوع النشاط الذي يمارسه القطاع؛
- معرفة القيود المفروضة على القطاع من طرف الحكومة واتجاهاتها وحدودها ودرجة تأثيرها على النشاط الممارس في هذا القطاع، إن وجدت؛
- معرفة درجة التقدم التكنولوجي وآفاق الاستمرار والتطور لهذا القطاع؛
- معدلات الأداء المختلفة للقطاع وتأثير العوامل الاقتصادية المختلفة عليه، مثل العرض والطلب؛
- تتبع تطور حجم المبيعات السابقة(الطلب) ومتوسط الأسعار المتعلقة بها وهيكل أسعار المنتجات الخاصة بالقطاع؛
- ظروف العمل داخل القطاع ومتوسط تكاليفه؛
- أثر المنافسة العالمية على السوق المحلي والأسواق الأجنبية التي يتعامل معها القطاع ومعرفة درجة انفتاح القطاع على الأسواق العالمية؛
- معرفة نسبة السعر إلى العائد PER للقطاع .... الخ.

ج- تحليل المؤسسة:

يتمثل تحليل المؤسسة في القيام بتشخيص وفحص شامل لوضعيتها ووظائفها، بما يسمح للمحلل المالي من تتبع وتوقع أدائها الاقتصادي، الذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها، من خلال تقدير التدفق النقدي والمردودية والمخاطرة المرتبطة بها، حيث ترتفع قيمة السهم، إذا كانت التوقعات بشأن الأداء الاقتصادي جيدة.

وتمر عملية التحليل والتشخيص بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية الماضية، لتمكن من التنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل. إذ يتم تحليل البيانات والمعلومات المنبثقة من القوائم المالية التي أعدتها المؤسسة (الميزانية وجدول حسابات النتائج بالدرجة الأولى)، للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي والمالي للمؤسسة خلال الفترات السابقة القريبة بواسطة فحص وتحليل السيولة، استخدام الأصول، الهيكل المالي والربحية والنشاط، ومن ثم إمكانية قياس المردودية والمخاطرة[14]. بالإضافة إلى الوقوف على بعض المعلومات خارج القوائم المالية المنشورة، والمتمثلة في معلومات نوعية تشمل طبيعة النشاط ونوعية الإدارة والقدرة التنافسية للمؤسسة داخل القطاع الذي تنشط فيه، ويتم ذلك بالاستعانة

---

[13])- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار: النظرية والتطبيق: منهج تحليلي كمي، مرجع سابق، ص: 412.(بتصرف).

[14])- لمزيد من الاطلاع والتفصيل أكثر حول محاور التشخيص والتحليل المالي أنظر على سبيل المثال إلى:

1- حسب المنهجية الأنجلوسكسونية:

- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص ص:34-115.
- محمد الصالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص ص:63-107.

2- حسب المنهجية الفرنكفونية:

- M. Glais, Le diagnostic financier de l'entreprise, 2e Edition, Economica, Paris, 1986, PP :06-227.
- G. Charreaux, Finance d'entreprise, 2e Edition, Edition ems, Caen, 2000, PP : 37-103.
- P. Vernimmen, Finance d'entreprise,5e Edition, Editions, Dalloz, Paris, 2002, PP : 17-358.

بتشخيص شامل[*] يسمح بفحص كامل للمؤسسة من خلال بعدها الاستراتيجي، تحليل مختلف وظائفها، توازنها المالي وتقييم الخصائص المرتبطة بهويتها[15].

إن ما سبق مفيد لجمع المعلومات المطلوبة لقياس القيمة الحقيقية للورقة المالية في المستقبل، غير أنه لا تكتمل الصورة للمحلل المالي، إلا بعد القيام بعملية التنبؤ بأداء المؤسسة في المستقبل، وذلك من خلال إعداد القوائم المالية التقديرية باستعمال التشخيص الشامل وبالتركيز على التشخيص المالي والاستراتيجي الذي يمكن من معرفة والتنبؤ بآفاق المؤسسة في سوقها، بالإضافة إلى التحليل والوقوف على نقاط القوة والضعف المتعلقة بالجوانب الداخلية للمؤسسة والفرص والتهديدات المرتبطة بالمحيط الخارجي لها في ظل الظرف الاقتصادي العام وظروف القطاع الذي تنشط فيه، وبالاستعانة بالتحليل والتشخيص الماليين للقوائم المالية للمؤسسة خلال الفترات السابقة.

وعند إعداد القوائم المالية التقديرية، يتم تحليلها بنفس الأدوات المطبقة على القوائم المالية التاريخية، قصد تقدير التدفقات المستقبلية والمردودية والمخاطر المرتبطة بالمؤسسة محل الفحص. إذ يتم استعمال التحليل الأفقي والعمودي للقوائم المالية المعدة، بالإضافة إلى استعمال التحليل بالنسب المالية فيما يرتبط بالسيولة، الهيكل المالي، الأصول والربحية والنشاط. كما يلجأ المحللون الماليون لاستعمال بعض الأساليب الأخرى لمساعدتهم في عملية التنبؤ من بينها:

- استعمال الاحتمالات التي تساعد في دراسة درجة حساسية الوضعية المالية المستقبلية للمؤسسة والقطاع الذي تنشط فيه لبعض المتغيرات الاقتصادية العامة، وبالتالي فهي تعد أسلوبا جيدا ودقيقا للتنبؤ وقياس المخاطرة المرتبطة بالورقة المالية.
- تطبيق نماذج الاقتصاد القياسي Models économétriques؛ التي تعتبر نماذج إحصائية تساعد في عملية التنبؤ بمتغيرات معينة تعرف بالمتغيرات الداخلية، وذلك بالاعتماد على وضع افتراضات عن المستويات المتوقعة لمتغيرات أخرى تدعى بالمتغيرات الخارجية، أي أنه يتم بناء النموذج للتنبؤ بظواهر بدلالة ظواهر أخرى، وقد تكون النماذج القياسية بسيطة أو معقدة وذلك تبعا لعدد المتغيرات. وتبين هذه النماذج التأثير المتبادل بين مجموعة من العلاقات الاقتصادية.

بعد سلسلة التحاليل التي يقوم بها المحلل المالي، نجده يخلص إلى جملة من النتائج، تمثل مخرجات العملية التي تعد أساس مدخلات عملية التقييم، ويمكن أن نستعرض أهمها على النحو الآتي[16]:

1. بالنسبة لمخرجات تحليل الظروف الاقتصادية الكلية؛ تتمثل في توقع الظروف الاقتصادية العامة، من حيث الرواج و الكساد ودرجاتهما المختلفة مع تقدير احتمال حدوث كل حالة (درجة)، الأمر الذي يساهم في تقدير متوسط المردودية المتوقعة (مجموع حاصل ضرب المردودية لكل حالة في نسبة احتمال تحققها) للقطاع أو للمؤسسة، كما أن ذلك يساهم أيضا في إجراء تحليل الحساسية لمتغيرات الأداء المالي لغرض تقدير المخاطرة. ومن ناحية أخرى، يفيد التحليل الاقتصادي في فهم وقياس المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي بدورها تساهم في تقدير معدل المردودية المطلوب المهم في عملية التقييم.

---

*- يمكن التشخيص الشامل من فحص كامل للمؤسسة، حيث يحتوي على تشخيص الوظائف، التشخيص الاستراتيجي، التشخيص المالي وتشخيص الهوية Diagnostic de l'identité . لمزيد من الاطلاع والتفصيل أكثر أنظر على سبيل المثال إلى:

- K.Hamdi, Op.cit, PP : 30-146.

[15])- Ibidem, P : 30.

[16])- محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص: 166-167.(بتصرف)

2. بالنسبة لمخرجات تحليل القطاع؛ تتمثل في تقدير الظروف الاقتصادية المتوقعة واحتمالات حدوثها، مما يمكن من تقدير المردودية المتوقعة وإجراء تحليل الحساسية لتقدير المخاطرة. كما يساعد تحليل القطاع في القيام بحساب متوسطات النسب المالية له في مجالات السيولة وإدارة الأصول والهيكل المالي والربحية، مما يتيح إمكانية مقارنة وضع المؤسسة عند تقييمها مع القطاع الذي تنشط فيه، الأمر الذي يساهم في تقدير المردودية والمخاطرة.

3. بالنسبة لمخرجات تحليل المؤسسة؛ تعتبر من المخرجات التي تفيد مدخلات نماذج التقييم بشكل مباشر، إذ تقوم بالتنبؤ بالتدفق النقدي، الأرباح، توزيعات الأرباح ودرجة المخاطرة، وذلك من خلال القوائم المالية التقديرية المعدة بناءا على التشخيص المالي والاستراتيجي لأوضاع المؤسسة في الماضي والمستقبل على ضوء تحليل الظروف الاقتصادية والقطاع.

1-2-2- مرحلة التقييم:

تبحث عمليات التحليل السابقة في مجملها عن توجيه الاستثمار من خلال المرور بمختلف المراحل، وفي ذات الوقت تعمل على جمع المعلومات والبيانات قصد الوقوف عن الأوراق المالية ذات الجاذبية ليتم اتخاذ القرارات المناسبة. وبغية الوصول إلى ذلك، لابد بالقيام بمرحلة التقييم التي تكمل المرحلة الأولى، إذ تؤثر مخرجات عملية التحليل بشكل مباشر في مدخلات عملية التقييم، التي تتمثل في شقين أساسيين، وهما:

- التدفقات المستقبلية (و/أو الأرباح وتوزيعات الأرباح)؛
- معدل الاستحداث (معدل الخصم).

بعد جمع البيانات والمعلومات المستخلصة من خطوات التحليل والتشخيص في المرحلة السابقة، يقوم المحلل بدراستها وتصنيفها وتحليلها لترجمتها في شكل قيمة للورقة المالية المستهدفة بواسطة آلية التقييم. وتعد عملية التصنيف والتحليل مكملة لعمليات التحليل في المرحلة السابقة، ولا تأخذ جهدا ووقتا كبيرا، لأن عملية التحليل في المرحلة السابقة قد فصلت ومست كل جوانب الاستثمار، وقدمت في مرحلة تحليل المؤسسة مدخلات تفيد مباشرة في التقييم. إلا أن هذا كله، لابد من أن يمر بإعادة تصنيف وتحليل ومطابقة نتائج مستويات التحليل السابقة للخروج بالمدخلات النهائية لعملية التقييم.

وبعد القيام بجميع التحليلات يتم الخروج بـ:

- سلسلة توقعات للتدفقات النقدية أو الأرباح أو كليهما، بالإضافة لتوزيعات الأرباح التي تهم المستثمر المالي في الأسهم بالدرجة الأولى، لأنها تمثل التدفقات الحقيقية التي سيحصل عليها على عكس الأرباح التي تمثل الثروة لحامل السهم.
- تحديد معدل الخصم، إذ في هذا الشأن يتم استعمال معدل المردودية المطلوب من طرف المستثمر على الأوراق المالية للمؤسسة المعنية، والذي يتحدد على ضوء علاوة المخاطر التي تقابل المخاطر النظامية المرتبطة بهذا الاستثمار، ويتم كثيرا استعمال نموذج تسعير (توازن) الأصول المالية MEDAF في تحديده.

بعد ذلك، يتم استعمال إحدى الطرق الموافقة لتقييم الأوراق المالية[*]، للخروج بالقيمة الحقيقية الموافقة للمعلومات التي تم تحليلها، إذ تعتبر هذه القيمة مخرجا لنظام التقييم تفيد المستثمر المالي في اتخاذ القرار المناسب، بمقارنة القيمة المحسوبة مع السعر المسجل في البورصة لحظة التقييم، وبالنظر إلى ملكيته للورقة المالية من عدمها، سيكون القرار المناسب هو:

[*] - سيتم التعرض لطرق التقييم المرتبطة بالأوراق المالية لأغراض الاستثمار لاحقا.

- إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من القيمة السوقية:
  1. الاحتفاظ بالورقة المالية إذا كانت ضمن محفظته الاستثمارية؛
  2. شراء الورقة المالية إذا كان لا يملكها، وبذلك سيحقق أرباحا إضافية عندما سترتفع القيمة السوقية.
- إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية:
  1. بيع الورقة المالية إذا كانت ضمن محفظته الاستثمارية، تفاديا للخسارة المحتملة؛
  2. بيع الورقة المالية على المكشوف إذا كان لا يملكها، وبذلك سيحقق المستثمر ربحا إضافيا.
- إذا كانت القيمة الحقيقية تساوي القيمة السوقية، فلا توجد أرباح غير عادية، إذ تمثل هذه الحالة إحدى نتائج السوق الكفؤة، مما لا يدع مجالا للمضاربة التي تهدف لتحقيق فوائض القيمة لمستثمرين على حساب آخرين، وبالتالي لا يمكن اتخاذ القرارات الهادفة لذلك، ويستطيع المستثمرون من اتخاذ قرارات الشراء والبيع والاحتفاظ في إطار تسيير حوافظهم المالية، إذ يكون في هذه الحالة المحرك لاتخاذ القرار هو العوائد (توزيعات الأرباح) والمخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار. وهذه الحالة هي حالة التوازن الذي تنشده كل الأسواق، وبذلك سيحقق المستثمرون أرباحا عادية فقط (توزيعات الأرباح والفوائد)، وتكاد تنعدم فيها الأرباح غير العادية المتمثلة في الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية. إذ تبقى هذه الحالة مستمرة مع استمرار عملية التحليل والتقييم.

ما يمكن ملاحظته على التحليلين الفني والأساسي، أنهما يختلفان كثيرا من حيث فلسفة التحليل التي يقومان عليها. إذ أن التحليل الأساسي يهدف إلى البحث عن القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال تحليل العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفقها في المستقبل، وبذلك نجده يوافق نظرية الاستثمار، وباستعمال طرق التقييم نجده يعتمد على نظرية التقييم، إذ يتبع أسلوبا منهجيا واضحا وسليما، وبذلك فهو يتميز بالطابع الأكاديمي-المهني. بينما نجد أن التحليل الفني يقوم على تحليل حركة أسعار الأوراق المالية انطلاقا من بيانات السوق الماضية، لمحاولة اكتشاف نمط معين، يتم على أساسه اختيار الوقت المناسب لاتخاذ القرار المناسب، إذ يعتمد كثيرا على فكرة أن المستقبل هو امتداد للماضي، دون الاعتماد على نظرية واضحة تحكمه، وبالتالي نجده عملا مهنيا صرفا عكس التحليل الأساسي.

وتتمثل نقطة الخلاف الرئيسية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي في كفاءة السوق، ففي حين يفترض المحللون الأساسيون كفاءة السوق وأن أسعار الأسهم الحقيقية والأسعار السوقية يتقلبان معا، فإن المحللين الفنيين يفترضون أن أسعار الأسهم السوقية تتقلب بعيدا عن قيمتها الحقيقية وأنها تمثل نماذج مكررة لما حدث في الماضي[17].

بالرغم من تميز التحليل الأساسي بنوع من البطء والثقل وارتفاع التكاليف بالمقارنة بالتحليل الفني، نظرا لطول مراحله. إلا أنه يبقى الأحسن والمفضل –في نظرنا- لتميزه بما يلي:
- التوافق مع نظرية الاستثمار ونظرية التقييم، كون مخرجاته تتمثل في القيمة الحقيقية للورقة المالية، على عكس التحليل الفني الذي لا يصل إلى قيمة للورقة المالية، بل اختيار التوقيت فقط؛
- يستعمل طريقة منهجية واضحة وسليمة، إذ ينطلق من جمع وتحليل وتشخيص المعلومات حول الورقة المالية، ليتم في الأخير ترجمة ذلك في شكل قيمة حقيقية للورقة المالية؛

---

[17])- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 432.

- ثبت أن الفرض المتوسط والقوي للكفاءة يصعب تحقيقهما، مما يعزز من أهمية وجدوى التحليل الأساسي [**]، بما أن القيمة السوقية تتحدد وفق القيمة الحقيقية، على عكس التحليل الفني، الذي أثبتت الدراسات الأكاديمية الميدانية من تحقق فرضية المستوى الضعيف للكفاءة، مما يقوض من استعماله في التنبؤ.
- بالإضافة إلى أنه يمثل الآلية التي تحوي عملية التقييم التي تمكن السوق الكفؤ من ترجمة المعلومات المتدفقة له (تحليل وتقييم الورقة المالية من طرف غالبية المتعاملين في نفس الوقت) في أسعار السوق التي تعبر عن حقيقة قيمة المؤسسات، بمعنى أنه يساعد على استمرارية كفاءة السوق.

للإشارة، فإن ما سبق، لا يقلل من شأن التحليل الفني الذي نجد له استعمالا واسعا وله عدة أنصار في الأوساط المهنية (المحللين الماليين) في البورصة. وما يؤكد أهميته وجدواه في التحليل، نجده قد أتى بعد التحليل الأساسي – هذا الأخير الذي يعرف بالتحليل الكلاسيكي، نظرا لقدمه- مما يعني أنه يعتبر تحليلا حديثا وجاء كشكل أكثر عمليا وكبديل يطرح نفسه في عمليات التحليل في البورصة، إذ بذلك يظهر بأن أنصاره يعتقدون بعدم عشوائية الأسهم في البورصات (عدم كفاءة السوق؛ أي أن القيمة السوقية لا تتحدد ووفق القيمة الحقيقية للورقة المالية) ويرتكزون على الجوانب السيكولوجية للمتعاملين (يحكم السوق كثيرا أمزجة المتعاملين التي تتأثر بظروف دورية)، ومن ثم يمكنهم بشكل عملي من دراسة الأسعار واتخاذ القرارات المفضية لتحقيق الأرباح غير العادية[18].

ونجد أن البعض [19] يشير إلى جدوى وأهمية استعمال كلا التحليلين معا، بحكم أنهما يكملان بعضهما البعض فيما يرتبط بقرارات الاستثمار المالي، ذلك أن التحليل الأساسي يفيد في اختيار الأوراق المالية الجذابة في المستقبل على المدى المتوسط، ليأتي دور التحليل الفني في اختيار الوقت المناسب لشراء تلك الأوراق المالية التي وقع عليها الاختيار. كما نجد في الواقع العملي بأن أصحاب التحليل الأساسي يعرفون القواعد الأساسية للتحليل الفني، وفي المقابل نجد أن عددا كبيرا من الفنيين يتماشون مع أساليب التحليل الأساسي[20].

وعموما، نلاحظ بأن مدخل التحليل الأساسي هو الذي يتفق مع عملية التقييم كونه يأخذ فترة طويلة نسبيا بالمقارنة بالتحليل الفني- التي نحن بصدد دراستها-، إذ نجده يتتبع مراحل التقييم المنهجية، حيث ينطلق من تحديد الهدف والمتمثل في دعم وترشيد قرارات المستثمرين الماليين لتسيير محافظهم قصد تعظيم عوائدها و/أو تقليل المخاطر المرتبطة بها، ثم يقوم بمرحلة تجميع المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية ليتم تشخيصها وتحليلها للوصول إلى مدخلات التقييم، ثم في الأخير يقوم بتطبيق الطريقة التي تفضي إلى القيمة الحقيقية. إذ ينطلق هذا المدخل في تحليله وتقييمه للأوراق المالية من المنظور الخاص Approche intrinsèque كونه يقوم بتقييم الورقة المالية بدلالة عواملها الأساسية.

[**]- يعتقد أصحاب التحليل الأساسي بأن القيمة السوقية تتحدد وفق القيمة الحقيقية، والتي توافق فكرة كفاءة السوق من حيث أن السعر يعكس المعلومات المتاحة، ومن ثم نجدهم يحاولون دائما البحث عن المعلومات الجديدة الأساسية حول المؤسسات والقطاع والاقتصاد وتحليلها للوصول إلى القيمة الحقيقية لتحقيق أرباح إضافية وذلك قبل دراية الجميع بها لأنها لا محالة ستنعكس في القيمة السوقية.

[18])- للإطلاع أكثر على أهمية التحليل الفني و مقارنته بالتحليل الأساسي (المنتقد) أنظر إلى:
- J.Murphy, Op.cit, PP : 05-09.

[19])- Analyse technique versus analyse fondamentale. In : www.edubourse.com/guide/fiche/.php?idFiche=218, Consulté le 27/09/2005.

[20])- J.Murphy, Op.cit, P : 06.

المبحث الثاني: طرق تقييم الأوراق المالية

ما يلاحظ عند استعراض مدخلي تحليل البيانات والمعلومات في مجال الأوراق المالية، بأن مدخل التحليل الأساسي هو الذي يحتاج بعد مرحلة تجميع وتحليل البيانات لطرق التقييم التي تساعد في الوصول إلى القيمة الحقيقية. ويفيد التقييم بشكل عام المستثمرين الماليين في تسيير محافظهم واكتشاف فوارق القيمة، ومن ثم خدمة القرارات في مجال الاستثمار المالي.

فكما سبق الإشارة إليه، يحتاج المستثمرون في بورصة القيم إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمار صائبة ورشيدة لاختيار الأسهم التي تشترى أو تباع أو يحتفظ بها، إذ يعتبر الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية هي أهم عامل مفضي لذلك، ومن ثم يصبح تبني تحليل الأوراق المالية المرتكز على العوامل الأساسية وبدرجة أكبر وأشمل نماذج التقييم، أمرا ضروريا لذلك. إن ابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي لاتخاذ قرارات استثمارية ومضاربة غير رشيدة، الأمر الذي ينعكس عنه انخفاض في كفاءة السوق، ومن ثم ارتفاع درجة المخاطرة النظامية، وما يترتب عليها من ارتفاع في معدل العائد المطلوب، وانخفاض جاذبية السوق للاستثمار فيه[21].

وفي دراستنا، سنتطرق إلى تقييم الأسهم باستعمال طريقة خصم التوزيعات وطريقة المضاعفات.

2-1: نموذج خصم توزيعات الأرباح

يرجع الفضل في اكتشاف نموذج خصم توزيعات الأرباح للاقتصادي "ج.ب.وليامس J.B.Willams " عقب تعريفه في سنة 1938 للمفهوم المالي للقيمة الذي أصبح أساس النظرية المالية، إذ حسبه تتمثل قيمة أي أصل (مالي أو مادي) في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة له، وترتكز فكرة هذا المفهوم على أعمال الاقتصادي "إ. فيشر I.Fisher" الذي وضع في سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية، وذلك بتحليل معدلات الفائدة على أساس أنها أسعار (معدل خصم) وتدفقات الخزينة على أساس أنها مبالغ يمكن تقديرها نقدا[22]. وبذلك لم يسبق "وليامس" أي أحد في تطوير هذا المفهوم بشكله الكامل، وبالأخص عند تطبيقه لتحديد القيمة المحورية (الحقيقية) La valeur intrinsèque لسهم ما، والذي يقيم بما يقدمه -في الغالب- من توزيعات للأرباح، إذ تعبر هذه التقنية في التقييم على نموذج خصم توزيعات الأرباح[23].

وقد تم انتقاد هذا النموذج من طرف "جراهام ودود Graham & Dodd" في جوانب منه. و على إثر ذلك، قاما بتطوير هذا المنهج سنة 1962 في صورته البدائية، حيث يتم الاعتماد في التنبؤ على كل من قيمة التوزيعات المتوقعة في المستقبل ومعدل الاستحداث (الخصم) لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم[24]، وذلك وفق الصيغة التالية: رقم (1)

---

[21])- عبد العاطي لاشين محمد منسى، تقييم التسعير السوقي ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأسهم المصرية، في مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، المجلد الثالث والعشرون، يناير 2001، ص: 219.

[22])- G.Hirigoyen & J.Caby, Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Op.cit, P :10-11.

[23])- Ibidem, P :11.

[24])- عبد العاطي لاشين محمد منسي، مرجع سابق، ص: 238.

$$v=\frac{D_1}{(1+t)}+\frac{D_2}{(1+t)^2}+\cdots+\frac{D_n}{(1+t)^n}+\ldots+\frac{D_\infty}{(1+t)^\infty}$$

حيث:V : القيمة المتوقعة للسهم؛
$D1, D2,..., Dn ....D\infty$: التوزيعات النقدية المستقبلية، ممثلة في توزيعات الأرباح إلى ما لانهاية؛
n: الزمن؛
t : تمثل معدل الاستحداث (الخصم).

ينطلق هذا النموذج من نظرية الاستثمار، باعتبار أنه يحاول الوقوف على قيمة السهم التي تمثل المبلغ الواجب استثماره (التضحية به) بما يقابل التدفقات المتوقع الحصول عليها، والمتمثلة في هذه الحالة في توزيعات الأرباح التي تهم المستثمر بالدرجة الأولى، ولغرض ذلك يتم استحداثها وفق معدل خصم معين، مما يجعل هذا النموذج يصنف ضمن طرق التقييم المرتكزة على المنظور الخاص (الاستحداث) Approche actuarielle [*] . وكما سبق الإشارة إليه، فإن فلسفة هذه الطريقة تنطلق من الشكل الأساسي الذي قدمه الاقتصادي "إ. فيشر I.Fisher"، مما يمكن استحداث التدفقات وفقه كما يلي[25]: رقم (2)

$$V=\frac{D_1}{(1+t)}+\frac{D_2}{(1+t)^2}+\cdots+\frac{D_n}{(1+t)^n}+\frac{V_n}{(1+t)^n}$$

حيث:V : تمثل التدفقات الخارجة الحالي Décaissement(القيمة الحقيقية للأصل)؛
D1, D2,..., Dn: تمثل المتحصلات Encaissement المستقبلية، ممثلة في توزيعات الأرباح؛
Vn: تمثل سعر بيع (قيمة) الأصل في نهاية الفترة n ؛
t : تمثل معدل الاستحداث (الخصم).

يلاحظ مما سبق، أنه يمكن لحساب القيمة الحالية وفق نموذج خصم توزيعات الأرباح تطبيق المعادلتين رقم (1) أو رقم (2)، حيث يستعمل بعض الأكاديميين والممارسين الصيغة رقم (1) ويستعمل الآخرون الصيغة رقم (2)، إذ أن استعمال كلاهما يفضي إلى نفس النتيجة رياضيا[**]. وتمثل الصيغة رقم(2) الاستثناء من الصيغة العامة رقم (1). ذلك أن هذه الأخيرة تقوم على افتراض يلاقي قبولا من طرف الأكاديميين والممارسين، مفاده بأن المؤسسة في حالة استمرار في النشاط، ومن ثم فإن التوزيعات المتوقعة سوف تمتد إلى ما لا نهاية، وباعتبار أنها لا تفترض مدة محددة للاستثمار، فستكون صالحة لجميع الأحوال، سواء استهدف المستثمر الاحتفاظ بالسهم إلى الأبد أو فكر في التخلص منه في ذات الوقت الذي اشتراه فيه[26].

---

[*] - يستعمل مصطلح منظور الاستحداث Approche actuarielle كمرادف للمنظور الخاص Approche intrinsèque ، ذلك لأن عمليات تقييم الأسهم أو المؤسسات وفق تقدير تدفقاتها المستقبلية بناءا على معلوماتها، لا تكتمل إلا باستحداث تلك التدفقات للوقوف على القيمة عند تاريخ التقييم.

[25])- J.Brillman et C.Maire, Op.cit, P : 78-79.

[**] - وللبرهنة رياضيا على أن الصيغة رقم (2) هي الاستثناء من الصيغة رقم (1)، نلاحظ أن القيمة في نهاية المدة n (القيمة الباقية) في المعادلة (2) تكون قيمتها من قيمة التدفقات المستقبلية للسنوات التي تأتي بعد المدة n وذلك من n+1 إلى غاية ما لا نهاية، وذلك على النحو الآتي: الصيغة رقم (3):

$$V_n=\frac{D_{n+1}}{(1+t)^{n+1}}+\frac{D_{n+2}}{(1+t)^{n+2}}+\cdots+\frac{D_\infty}{(1+t)^\infty}$$

بتعويض المعادلة رقم (3) في المعادلة رقم(2) نحصل على المعادلة رقم (1)، مما يعني أن المعادلة رقم (1) تطبق في جميع الحالات.

[26])- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 409.

بالرغم من صحة الاستنتاج السابق، ذلك أن المشكل لا يطرح رياضيا-وذلك لوصولهما للنتيجة نفسها- بقدر ما يطرح في إعداد مكوناتها، مما يجعل في واقع الحال، تفضيل استعمال المعادلة رقم (2) على المعادلة رقم (1)، وذلك للاعتبارين التاليين:

- يميز الاستثمار بشكل عام والاستثمار في مجال الأوراق المالية بشكل خاص، حركية وتداول، نظرا لتدفق المعلومات وتغير استراتيجية الاستثمار، مما يجعل من حيازة الاستثمار محدودة لفترة معينة؛
- تأخذ نظرية الاستثمار فترة محدودة لاختيار الاستثمار عند استعمال نماذج الاستحداث، وتكون أحيانا في أفق متوسط لا يتعدى الخمس سنوات[27]*، حتى ولو كان المستثمر يهدف لحيازة الاستثمار لفترة أطول أو حتى نهاية عمره الاستثماري، وذلك لسبب رئيسي يتمثل في أن التنبؤ بالتدفقات سيكون عشوائيا ويتميز بحالة عدم التأكد كلما اتجهنا نحو الأجل البعيد، مما لا يجعلها تعطي قيمة حقيقية للاستثمار.

انطلاقا من الصيغة الأساسية رقم (1)، يمكن أن يتم تطبيق نماذج الاستحداث على توزيعات الأرباح وفق عدة حالات وافتراضات، وهي[28]:

1. تدفقات متساوية في كل سنة، ولفترة محدودة n :

حيث تكون الصيغة من الشكل: رقم (4)

$$V = \frac{D}{t} \times \left(1 - \frac{1}{(1+t)^n}\right) + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

2. تدفقات متساوية في كل سنة بمعدل نمو معدوم، تمتد إلى ما لانهاية (فترة غير محدودة)؛

هذا الافتراض الذي يقوم عليه النموذج من شأنه أن يجعل القيمة النهائية الموضحة في الصيغة الأساسية رقم (2) تؤول إلى الصفر، بما أن n تؤول إلى ما لانهاية.

وتكتب الصيغة من الشكل: رقم (5)

$$V = \frac{D}{t} \times \left(1 - \frac{1}{(1+t)^n}\right)_{n \to \infty}$$

$$V = \frac{D}{t}$$

[27])- J.Barrean et J.Delahaye, Op.cit, P : 301.

*- عموما، قد تطول وتقصر الفترة تبعا لطبيعة القطاع والنشاط المستثمر فيه، فمثلا النشاط التجاري تكون الفترة قصيرة جدا بالمقارنة بقطاع البنية التحتية، التي تتراوح فترته بين 25 إلى 50 سنة.

[28])- لمزيد من الاطلاع، أنظر على سبيل المثال إلى:

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص:412-416.
- عبد العاطي لاشين محمد منسي، مرجع سابق، ص ص: 238-240.

- P.Vernimmen, Op.cit, PP : 406-408.
- J.Brilman et C.Maire, Op.cit, PP : 80-86.

وعليه، تحسب قيمة السهم وفق هذا النموذج من خلال إيجاد متوسط التوقعات بشأن توزيعات الأرباح ليتم خصمها بمعدل استحداث يتم حسابه.

3. تدفق ينمو بمعدل ثابت لفترة محدودة n:

وفق هذا النموذج، من خلال الاستعانة بالنموذج العام للاستحداث، يمكن أن نقوم باستحداث توزيعات الأرباح على أساس أنها تنمو بمعدل نمو ثابت (انطلاقا من توزيع الربح الماضي للسنة الأولى D0 (التدفق المرجعي)، حيث أن توزيع الربح للسنة الأولى يساوي D0 مضافا له مقدار النمو، وهكذا بالنسبة لباقي التوزيعات) وإلى فترة محدودة، وتكتب صيغتها كما يلي: رقم (6)

$$V=\frac{D_0\times(1+g)}{(t-g)}\times\left(1-\frac{(1+g)^n}{(1+t)^n}\right)+\frac{V_n}{(1+t)^n}$$

4. تدفق ينمو بمعدل نمو ثابت ابتداء من السنة الأولى، يمتد إلى ما لانهاية:

وتسمى هذه الطريقة بطريقة "قوردن- شابيرو Gordon-Shapiro"[29]، إذ يتمثل فحوى هذه الطريقة في افتراض أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت g ، كما تقوم على افتراض أن التوقعات تأخذ إلا ما لانهاية، مما يجعل القيمة النهائية الموضحة في الصيغة الأساسية رقم (2) تؤول إلى الصفر، بما أن n تؤول إلى ما لانهاية. وعليه، فهي تتفق مع النموذج السابق (تدفق متساو بمعدل نمو معدوم)، إلا أنها تفترض أن العوائد (توزيعات الأرباح) الموزعة المقدرة سوف تنمو بشكل منتظم.

وتصبح توزيعات الأرباح للسنة الواحدة تساوي توزيع الربح للسنة السابقة مضافا إليها معدل النمو، وذلك على النحو التالي: رقم (07)

$$D_1=D_0\times(1+g)$$

$$D_2=D_1\times(1+g)=D_0\times(1+g)\times(1+g)=D_0(1+g)^2$$

$$D_3=D_0(1+g)^3$$

....

$$D_i=D_0(1+g)^i$$

إذا تحسب صيغة "قوردن-شابيرو"، كما يلي: رقم (8)

$$V=D_1\times\frac{1}{t-g}$$

مع شرط: $t\rangle g$

5. تدفق ينمو بمعدل نمو غير ثابت:

في هذا الإطار نجد أن نموذج "قوردن- شابيرو Gordon-Shapiro"، غير واقعي، مما يدعو إلى تبني نموذج يطور هذا النموذج بوضع معدل نمو غير ثابت، والذي يمثل حركية نمو المؤسسة وتطورها. وعموما ترتبط حالة النمو غير الثابت وتكون مناسبة للمؤسسات حديثة النشأة، ففي

[29])- J.Brilman et C.Maire, Op.cit, P : 80-81.

بداية مرحلة النمو السريع تتجه المؤسسة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة، والتي تكون على حساب إجراء توزيعات الأرباح، وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ المؤسسة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع المؤسسة الابقاء عليه في المدى الطويل، وحينئذ يستقر معدل النمو[30]. وتقدم الصيغة وفق هذا النموذج على النحو التالي[31]**: رقم (09)

$$V=\sum_{i=1}^{n}\frac{D_0(1+g_1)(1+g_2)\cdots(1+g_i)}{(1+t)^i}+\frac{D_n(1+g)}{(t-g)}\times\frac{1}{(1+t)^n}$$

حيث: $g_1,g_2,\ldots,g_i$ تمثل معدلات النمو غير العادية؛

n تمثل تاريخ نهاية مرحلة النمو غير العادية؛

g تمثل معدل النمو المتميز بالثبات والذي سيستمر من نهاية مرحلة النمو غير العادي وحتى تاريخ غير محدد (لا نهائي).

وللإشارة، فبعد تقديم مختلف النماذج التي تستعمل في إيجاد قيمة السهم، والتي نجدها تستخلص من النماذج العامة المختلفة لعمليات الاستحداث التي تبحث عن القيمة الحالية، نجد أن أغلب الكتاب أخذوا فيما يرتبط بخصم توزيعات الأرباح، النماذج التي تفترض أن التدفق (توزيعات الربح المقدر) تؤول إلى ما لا نهاية، وبالتالي فهي اعتمدت على الصيغة الأساسية رقم (1)، والتي تتساوى مع الصيغة الأساسية رقم(2)، مما يبين إمكانية استعمال المدة المحدودة في خصم توزيعات الأرباح كما هو مستعمل في عمليات الاستحداث بشكل عام مع القيام باستحداث القيمة النهائية (قيمة آخر الفترة).

يمثل ما سبق، صيغ رياضية بحتة لا تطرح إشكالا عند اختيار الصيغة المناسبة والقيام بالحساب، لكن للقيام بالحساب لابد من تحديد مكوناتها وحسابها، والمتمثلة في*:

- التنبؤات المفضية لحساب توزيع الأرباح؛
- معدل الاستحداث الذي يتيح خصم تلك التوزيعات.
- الفترة الزمنية المأخوذة في حالة أخذ مدة محدودة.
- القيمة الباقية في نهاية المدة، في حالة أخذ مدة محدودة.

أ- توزيعات الأرباح:

يتم استقاء هذه التدفقات من التحليل الأساسي الذي يتم اعتماده، وتتأثر توزيعات الأرباح بقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من جهة، ومن جهة أخرى بالسياسة المتبعة من طرف إدارة المؤسسة بشأن توزيعها، إذ لابد عند القيام بالتحليل السابق من أخذ ذلك في الحسبان.

---

[30]- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:415.

[31]- نفس المرجع، ص:415.

**- $\frac{D_n(1+g)}{(t-g)}$: تمثل هذه الصيغة -بالإضافة لكونها عملية خصم توزيعات الأرباح التي تنمو بمعدل نمو عادي إلى ما لانهاية-، أيضا القيمة الباقية للسهم في نهاية فترة النمو غير العادي، إذ تحسب من خلال رسملة الربح للسنة n المضروب في معدل النمو باستحداثه بمعدل خصم مطروح منه معدل النمو، وبعد ذلك يتم استحداثها بمعدل الاستحداث t، إذا ما اعتبرت الفترة محدودة عند نمو الأرباح غير العادية.

*- تم الاستناد في إعدادها على ما جاء في النقطة التي تناقش طريقة التقييم عن طريق التدفق النقدي المتاح في الفصل الثالث من الأطروحة.

وفي إطار تقدير التوقعات المرتبطة بتوزيعات الأرباح، توجد نماذج تحاول إعداد التوزيعات من خلال استعمال معدل نمو سنوي لها، إذ توجد توزيعات ثابتة لكل السنوات، وتوجد توزيعات تنمو بمعدل نمو ثابت، وهناك توزيعات يتخللها معدل نمو غير ثابت. مما سبق على المحال منذ بداية التحليل أن يأخذ بعين الاعتبار هذه النماذج ويحاول استعمال أكثرها تعبيرا وملاءمة للواقع.

ب- معدل الخصم:

يتحدد هذا المعدل بدلالة علاوة المخاطرة الذي تتضمنه، بالنظر لعدة عوامل:

- طبيعة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، من مخاطر تشغيلية مرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للأوراق المالية ومخاطر مالية.
- المدة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت في المدى البعيد كلما زاد الخطأ وحالة عدم التأكد، مما يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر.

وعموما يلقى هذا المكون صعوبة كبيرة في كيفية حسابه بين مختلف المحللين، نظرا لمحاولة تكميمه للمخاطر المتعلقة بالاستثمار. ويتم استعمال معدل المردودية المطلوب من طرف المستثمرين كمعدل خصم، إذ من بين النماذج المشهورة لحسابه يتم استعمال نموذج تسعير (تقييم) الأصول المالية MEDAF[32]، الذي يعود الفضل في اكتشافه في صورته النهائية إلى " وليام شارب William Sharpe,1964"[33] الذي قام على أساس تطوير منحنى الاستثمارات الكفء للسوق المالية، والمعروف باسم " النموذج القطري" للأكاديمي " هاري ماركويتز H.Markowitz, 1965"[34]. ويساوي هذا المعدل -وفق هذا النموذج- العائد الخالي من المخاطر، مضافا له علاوة المخطر[35] المرتبطة بالاستثمار، وذلك وفق المعادلة التالية[36]: رقم (10)

$$E(r_j)=r_f+\beta_j\left[E(r_M)-r_f\right]$$

حيث: E(rj) معدل المردودية المطلوب للورقة المالية؛

rf معدل مردودية الأصل الخالي من الخطر، ويتم الرجوع في ذلك للعائد أذونات الخزينة؛

Bj :معامل انحدار(ميل) مردودية الورقة المالية بالنسبة لمردودية السوق (معامل الحساسية)، والذي يحسب بالتباين المشترك لمردودية الورقة المالية مع مردودية السوق مقسوم على تباين مردودية السوق، الذي يكون معطى ومحسوبا ضمن بيانات الأسواق المالية من طرف جهات تعمل على ذلك.

E(r m): معدل مردودية السوق: محفظة السوق المنوعة ؛

---

[32])- للاطلاع أكثر على النموذج، أنظر على سبيل المثال:

- عبد العاطي لاشين محمد منسي، مرجع سابق، ص ص: 232-237.
- إبراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم، مرجع سابق، ص ص:38-42.

- G.Hirigoyen, William Sharpe et la gestion de portefeuille, in Les grands auteurs en finance, Op.cit, PP :38-48.

[33])- للاطلاع على أهم أعماله أنظر إلى:

- Ibidem, PP : 31-60.

[34])- يعتبر أحد مؤسسي علم المالية الحديث، للاطلاع على أعماله أنظر إلى:

- G.Gallais-Hamonno, Harry Markowitz ou la fondation de la finance moderne, in les grands auteurs en finance, Op.cit, PP : 09-30.

[35])- للإطلاع أكثر على علاوة المخطر(المفهوم ، كيفية الحساب،...) أنظر على سبيل المثال إلى:

- F.Bancel et F.Ceddaha, Vers une prime de risque unique ?, In : Analyse financière, N° 119, Juin 1999, PP :64-75

[36])- M.Albouy et S.Perrier, Manipulations comptables et évaluation de l'entreprise, in La revue du financier, N°139, 2003, P :58-59.

يمثل الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل بدون مخطر علاوة المخطر المرتبط بالسوق، وحينما تضرب هذه الأخيرة في "بيتا" تعطي علاوة المخطر المرتبط بالورقة المالية (الاستثمار المعني).

وللوصول إلى علاوة مخاطر موحدة لنفس الاستثمار، يمكن الاستعانة بمعامل حساسية الخطر (بيتا) الذي يكون معطى ومحسوب ضمن بيانات الأسواق المالية من طرف جهات تعمل على ذلك. ويعتبر معامل "بيتا" من الأدوات الإحصائية المكونة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقيس المخاطر النظامية لورقة مالية معينة.

ج- الفترة المأخوذة:

في حالة استعمال نموذج استحداث توزيعات الأرباح لفترة محددة، يكون من الواجب على المستثمر المالي أن يستهدف فترة معينة، يتحدد على إثرها التوقعات المستقبلية لتوزيعات الأرباح وقيمة الورقة المالية في نهاية الفترة. وكما سبق الإشارة، فإن الواقع العملي يفترض أن يكون تملك الأوراق المالية لفترة محدودة نظرا لتداولها المستمر، لذا وباعتبار أن الاستثمار في الأوراق المالية يهدف المستثمر من وراءه إلى تحقيق العوائد المستقبلية، كأي استثمار في مجالات أخرى. فإنه تحكمه نظرية الاستثمار التي تأخذ الفترة المتوسطة الأجل، والمتمثلة في خمس سنوات كأقصى تقدير، والتي تناسب كثيرا سلوك المضاربة الذي يغلب على المتعاملين في بورصة القيم.

د-القيمة في نهاية المدة:

تمثل هذه القيمة، سعر البيع المحتمل للورقة المالية في نهاية المدة، ومادامت الفترة المأخوذة في مثل هذه الاستثمارات لا تتجاوز الخمس سنوات، فإنه يمكن التنبؤ بها، بنفس التقنيات التي تم استعمالها للتنبؤ بتوزيعات الأرباح، لأنها تمثل تدفقا في النهاية، وما هي إلا نتاج لانعكاس توقعات التدفقات بعد تلك الفترة. وقد تكون هذه القيمة أكبر من سعر شراء الورقة المالية، وبذلك سيكون المستثمر أمام حالة فائض قيمة، أو تكون أقل من سعر الشراء، مما سيجعل المستثمر أمام حالة نقص قيمة.

وما يلاحظ على هذه القيمة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، أنها تختلف عنه في مجال تقييم المؤسسات باستعمال طريقة التدفق النقدي المتاح*، بالإضافة إلى اختلافها مع أساليب اختيار الاستثمارات باستعمال نماذج الاستحداث في إطار الاستثمارات الحقيقية، وذلك لأنه في الاستثمارات المالية قد تكون أكبر من سعر الشراء نظرا لدخول معلومات سارة عن تلك الورقة المالية، أما بالنسبة لتقييم المؤسسات واختيار الاستثمارات الحقيقية فإنها تكون أقل دائما، ويفسر ذلك بتآكل الاستثمار الذي يعبر عنه بالاهتلاك الاقتصادي.

يهدف نموذج خصم توزيعات الأرباح إلى الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية المستهدفة، وذلك ليتسنى للمستثمر المالي من اتخاذ القرارات المناسبة، وفي هذا الشأن يتخذ المستثمر قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ أو حتى الامتناع عن الشراء حسب ملكيته للورقة المالية من عدمها، وبمقارنة القيمة الحقيقية المحسوبة مع القيمة السوقية، وذلك كما سبق الإشارة إليه في نهاية التحليل الأساسي.

---

* - للإطلاع عليها، أنظر الفصل الثالث من الأطروحة.

2-2: نموذج مضاعف السعر إلى العائد PER[**]

يتم استعمال المضاعفات لأجل رسملة العوائد، بمعنى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته. ويمثل المضاعف مقلوب معدل المردودية، وذلك بقسمته لقيمة أصل على عوائده التي ينتجها بعكس معدل المردودية الذي ينتج عن قسمة العائد على قيمة الأصل. وتطبق في مجال تقييم المؤسسات بشكل عام عدة مضاعفات، تعكس الوضعيات المختلفة لعمليات التقييم والهدف من ورائها، أما في مجال تقييم أسهم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار في إطار الاستثمار في الأوراق المالية، فغالبا ما يتم اللجوء إلى استعمال مضاعف السعر إلى العائد PER ، والذي يعد من بين المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها، حتى بالنسبة للمحللين الذين يعتمدون على التحليل الفني، إذ يعتبر من بين مؤشرات الأوراق المالية التي يتم دراستها في الماضي، ويتم نشرها في الصحف المتخصصة في شؤون البورصات.

وفي مجال تقييم الأوراق المالية، يشير أصحاب التحليل الأساسي إلى مضاعف الربح PER بالنموذج العملي أو الواقعي[37]، نظرا لكثرة وشيوع استعماله من طرف العديد من المحللين الماليين والمتعاملين في السوق[38] من جهة، ومن جهة أخرى لسهولة تطبيقه وفهمه بالمقارنة بطرق أخرى. إن هذه العوامل ستساعد في إضفاء المصداقية على نتائجه وتثبت اعتماده كأحد المؤشرات الهامة للتقييم واتخاذ القرار للمستثمرين الماليين، بالرغم من أوجه القصور التي تميزه نتيجة لبعض العيوب التي تشوبه، خاصة فيما يتعلق باختيار مكوناته التي لا تلقى توحيدا بين مختلف المتعاملين، مما قد يقود إلى الوصول لنتائج مضللة في اتخاذ القرار.

بالإضافة إلى ما سبق، يتأثر مضاعف الربحية بمخرجات نظام المعلومات المحاسبي على مستوى العائد، مما قد يفضي إلى أخطاء فادحة في اتخاذ القرارات على مستوى اختيار الاستثمار بين أمكنة مالية لدول مختلفة (تسيير محفظة الاستثمار الدولية)، تكون فيها طرق التقييم المحاسبية والتطبيقات المحاسبية بشكل عام مختلفة. ناهيك عن نتائج التلاعبات المحاسبية Les manipulations comptables التي قد تحدث، وما لها من أثر بالغ على الربح الحقيقي المستخرج من القوائم المالية[39]. وفي هذا الإطار، تمت دراسة حاولت تفسير الفرق الحاصل بين المضاعف الأمريكي والياباني المصرح بهما، ولاحظت بعد إعادة تصحيح المضاعف الياباني، أن المضاعفات كما هو مصرح بها ستؤدي باتخاذ قرارات غير صائبة في الاختيار بين المكانين الماليين (طوكيو ونيويورك)، بسبب اختلاف التطبيقات المحاسبية بشكل عام[40].

وبالرغم من ذلك كله، يبقى هذا المضاعف الأكثر اعتمادا واستعمالا، باعتبار أنه يلقى قبولا عاما من طرف المتعاملين، فهذه الخاصية تجعل من مخرجات تقييمه موضوعية في نظر السوق[*].

[**]- لقد تم دراسة طريقة مضاعف السعر إلى العائد في الفصل الثالث من الأطروحة في إطار تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض.

[37])- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 418.

[38])- M.Albouy et S.Perrier, Op.cit, P :60.

[39])- لمزيد من الاطلاع على تأثير التلاعبات المحاسبية على الربح، وبالتالي على مؤشر السعر إلى العائد، أنظر على سبيل المثال إلى المقال السابق:

- Idem.

[40])- للإطلاع أكثر على هذه الدراسة أنظر إلى:

- J.Brilman et C.Maire, Op.cit, PP :85-60.

[*]- تعبر جميع مخرجات التقييم عن رأي الخبير المقيم أو المحلل المالي، وتكون موضوعية في حالة الإجماع والقبول العام في نظر السوق حول الطريقة ومنهجية العمل، كما سبق وأن أشرنا إليها عند الحديث عن كفاءة السوق.

وعليه لابد من القيام بتعديل وتوحيد مكوناته لكي تعطي قراءة موحدة ونتائج متقاربة لمختلف المتعاملين في السوق، وكذا على مستوى مختلف الأسواق الدولية، خاصة مع تزايد ظاهرة العولمة المالية، مما سيساعد في تعزيز مكانته كمؤشر هام بين جميع المتعاملين في مختلف الأمكنة المالية.

ويتم حساب مضاعف السعر إلى العائد على النحو الآتي:

المضاعف= السعر/العائد

ما يلاحظ على هذا المضاعف أنه يمثل نسبة بين مكونين، وكباقي المعادلات والنسب الرياضية فإنها لا تطرح إشكالا في حسابها، وتتأثر مخرجات هذه النسبة بمكوناتها، إذ لا بد من تعريف وتحديد مكوناتها لأجل إعطاء نسبة معبرة عن الحقيقة وصالحة للغرض من وراء حسابها، سواء عند القيام بالمقارنات لتقييم المؤسسات أو لغرض تقييم الأسهم لاتخاذ قرارات الاستثمار المالي المناسبة. ففي هذا الإطار نجد الكثير من الاقتراحات المقدمة من طرف الممارسين والأكاديميين، وسنحاول تعريف مكوني المضاعف على النحو الآتي:

2-2-1- السعر:

يتم استقاء السعر من البورصة، وبالتالي فهو متغير داخلي يخضع لآلية العرض والطلب داخل السوق. وبتعدد أسعار الأسهم المسجلة في البورصة، يطرح مشكل تحديد السعر الواجب تطبيقه؛ أحدث سعر، السعر في 31 ديسمبر للسنة الماضية أو السعر المتوسط لفترة معينة (شهر، سداسي، سنة، ...). فتطبيق مختلف هذه الأسعار عند أي محاولة لتقييم سهم معين لغرض اتخاذ القرار من شأنه أن ينتج اختلافا في القيم، نظرا لعدم ثبات السعر بسبب تدفق المعلومات الجديدة. إلا أنه في العادة، يتم أخذ سعر الإقفال في اليوم الذي تجرى فيه عملية التقييم[41]، والذي يمثل أحدث سعر، ويعكس قدرة المؤسسة في تحقيق أرباح مستقبلية بناء على أحدث المعلومات الواصلة للسوق، وهو ما يهم كثيرا المستثمرين الماليين.

2-2-2- العائد:

على عكس السعر، يتم استقاء العائد الذي يتمثل في الربح من مصادر خارج السوق، ويتم الاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية للمؤسسة المعنية. ويلاقي هو الآخر اختلافا بين الممارسين والأكاديميين على غرار السعر، نظرا لتعدد مفاهيمه (الربح الصافي من الضرائب، النتيجة الجارية،...) والأزمنة المختلفة التي ينشأ فيها (ماضي، حالي أو مستقبلي)، مما سيؤدي حتما، إلى اختلاف القيم الناتجة عن تطبيق المضاعف، في ما لو تم استعمال مفاهيم مختلفة له. ونجد أن البعض يوصي باستعمال الربح للسهم BPA ، والذي يمثل الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية، دون أن يكون ذلك إلزاميا[42]. وعموما يلاقي تطبيق الربح الماضي والمتوقع لفترة قصيرة الأجل انتقادا مرده أنه عند استعمال الربح الماضي، فإنه لا يمثل اهتمامات المستثمرين الذين يشترون السهم على أساس ربحيته في المستقبل وليس على أساس ما نتج في الماضي، أما عند استعمال الربح في المستقبل القريب، فقد يكون عرضة للتأثر بظروف وعوامل مؤقتة وعابرة[43].

[41])- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:418.
[42])- P.Vernimmen, Op.cit, P : 546.
[43])- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:418.

وعموما، أمام هذه الانتقادات، وتعدد مكونات المضاعف، يرى الباحث أنه لابد للمحال المالي أن يأخذ في الاعتبار بعض النقاط عند حسابه وتعامله مع المضاعف، لكي يكون استعماله يخدم الأهداف المتوخاة منه، خاصة ما تعلق بمعرفة الأوراق المالية التي يخطأ السوق في تقييمها (المقيمة بأعلى أو بأدنى من قيمتها) ليتم اتخاذ القرارات المناسبة لكل وضعية، وتتمثل هذه النقاط فيما يلي :

- لابد أن يحرص مستعمل المضاعف خاصة المحال المالي، بأن يكون هناك تطابق في مكوناته، إذ لابد أن يتطابق السعر المأخوذ مع الربح المأخوذ، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار مسألة أساسية تتمثل في أن الأسعار التي سجلت وتسجل في بورصة القيم، إنما هي نتيجة لانعكاس Anticipé للأرباح المستقبلية، ومن ثم، فعند أخذ أي سعر، سواء كان الماضي أو الحالي، فإنه لابد من إيجاد الفترة التي تعبر عن ذلك الربح. فالربح المستقبلي يوافق السعر الحالي الحديث، والسعر في الماضي قد تكون القوائم المالية المنشورة هي التي انعكست فيه. وعموما لابد للمحال أن يجتهد في البحث عن هذا التوافق، لغرض الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية.

- ولا بد من إيجاد مضاعف يعبر عن التناسب الحاصل في ما بين السعر والعائد مع الأخذ في الحسبان إمكانية النمو، وذلك بمقارنة المضاعف المحسوب مع مضاعف معياري، وذلك من خلال سلسلة زمنية لمضاعف المؤسسة ومقارنته مع متوسطها، وكذلك إمكانية مقارنته مع متوسط لمجموعة من المؤسسات المنتمية لنفس القطاع. وذلك كله، لإعطاء مضاعف يعبر عن النسبة الحقيقية، بعيدا عن التأثيرات الظرفية ومع الأخذ في الحسبان معدل النمو.

كما يمكن الاستعانة بحساب مضاعف الربح النسبي PER Relatifs ،الذي يعتبر مضاعفا مرجعيا وتنطلق منه عدة نماذج[44] تمكن من عمليات التنبؤ بالقيم المرتبطة بالسهم، كما يساعد في عمليات تقييم المؤسسات عن طريق المقارنة وتقييم الأوراق المالية على حد سواء. و في مجال تقييم الأوراق المالية يتم الوصول إلى قيمته بقسمة المضاعف للسهم المحسوب مع مضاعف الربح للسوق، وعلى أساسه يمكن أن يتم حساب مضاعف طبيعي للسهم، وذلك بحساب مضاعف الربح النسبي للسهم على أساس أدنى سعر بلغه السهم، أقصى سعر وعلى أساس سعر الإقفال لفترة ماضية (أسابيع، شهور)، وعموما تكون الفترة قصيرة(اقل من سنة)، وتوافق على الأقل فترة نشر القوائم المالية، فبذلك يمكن للمحال من أخذ فكرة عن العلاقة بين مضاعف السهم ومضاعف السوق، مما قد يساعده في التقدير الجيد لقيمة مضاعف السهم الطبيعية[45].

- لابد على المحال أن يدرك العلاقة القائمة بين المضاعف وبعض المؤشرات الهامة، وهي[46]:

أ- معدل نمو الأرباح: في حالة توقع نمو في الأرباح، يكون مضاعف الربح مرتفعا، لأن المستثمرين سيقبلون على شراء الورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر، بالمقارنة بالربح المستخرج من القوائم المالية المنشورة، وبالتالي فعلى المحال المالي أن يفهم بأن العلاقة بين مضاعف الربحPER الحالي ومعدل نمو الأرباح المتوقع هي علاقة طردية .

---

[44])- لمزيد من الاطلاع حول بعض النماذج المستقاة من مضاعف الربح النسبي (نموذج Bates ونموذج Holt) أنظر على سبيل المثال إلى:

- J.Brilman et C.Maire, Op.cit, PP : 94-100.
- P.Vernimmen, Op.cit, PP : 551-553.

[45])- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 419.(بتصرف).

[46])- P.Vernimmen, Op.cit, P : 547.(بتصرف)

ب- معدل الفائدة: إذا كان معدل الفائدة المتوقع مرتفع، سيؤدي بمضاعف الربح الحالي إلى الانخفاض، ذلك لأن التوظيف وفق معدلات الفائدة يعتبر بديلا استثماريا، ومادام المعدل في ارتفاع، فمن شأنه أن يخفض الطلب على الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاض سعرها، كما يمكن النظر لعلاقة سعر الفائدة بالأوراق المالية من ناحية أخرى، حيث أن ارتفاع معدل الفائدة يرفع من معدل النقود الخالي من المخاطر، مما يقود إلى ارتفاع في معدل المردودية المطلوب* من طرف المساهمين (نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF)، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية. وبالتالي فالعلاقة بين مضاعف الربح PER وسعر الفائدة المتوقع هي علاقة عكسية.

ج- المخطر: عندما يكون المخطر المتوقع مرتفعا، سيؤدي ذلك إلى انخفاض مضاعف الربح، لأنه بارتفاع المخطر ترتفع علاوة المخطر، مما تؤدي إلى ارتفاع معدل المردودية المطلوب، ومن ثم انخفاض سعر الورقة المالية، مع ثبات الربح المستقى من القوائم المالية. وعليه فالعلاقة بين مضاعف الربح PER والمخطر المتوقع هي علاقة عكسية.

ومادام المضاعف في علاقة بين هذه المتغيرات التي يكون أثرها واضحا، عند عدم تطابق السعر مع الربح- أي أخذ السعر الحالي الذي يتأثر بالتوقعات المستقبلية (بما فيها سعر الفائدة، معدل النمو، المخطر) مع الربح الحالي المستخرج من القوائم المالية المنشورة حديثا(يفترض أن تأثيرها قد انعكس في السعر الماضي)-، فإن قيمة المضاعف ستختلف من يوم لآخر، تبعا للتغير المستمر في السعر بناءا على المعلومات الجديدة(متغير) مع الثبات النسبي للربح(الحالي) الذي مصدره القوائم المالية المنشورة على الأقل بشكل ربع سنوي(ثابت نسبيا).

وعليه، لا بد للمحلل في حالة حسابه للمضاعف أو التعامل مع مضاعفات مقدمة من طرف بعض المصادر المتتبعة للسوق(الصحف المتخصصة، النشرات، البيانات الماضية،...) أن يدرك ويحدد طبيعة مكونات المضاعف لكي يتاح له تحليل وقراءة سليمة، وتساعده في التعامل مع القرارات التي تتخذ على إثرها بشكل صائب. فلو كان السعر مطابقا للربح المتوقع لكان الأثر قليلا، ومثال ذلك عند توقع نمو مرتفع، فإنه سيكون مأخوذا بعين الاعتبار في الربح المتوقع، مما سيجعل المضاعف أقل مما كان عليه.

وفي الأخير، وبعد الوصول إلى قيمة ملائمة لمضاعف الربح، يصبح من السهل على المحلل المالي إيجاد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها السهم- تبعا للربح المتوقع الذي استنتجه من سلسلة جمع المعلومات وتحليلها وتشخيصا، والعوامل الأساسية المتحكمة في السعر- وذلك بضرب المضاعف بالربح المقدر، على النحو الآتي:

$$V = PER * BPA$$

حيث: يمثل BPA: الربح للسهم الواحد المقدر، حيث يتم الحصول عليه بقسمة الربح الإجمالي المقدر على عدد الأسهم العادية.

* - توجد علاقة عكسية بين معدل المردوية المطلوب وقيمة الورقة المالية، ويمكن البرهنة على ذلك بالاستعانة بنماذج التقييم المرتكزة على الاستحداث، إذ تساوي القيمة الحالية للورقة مجموع تدفقاتها في المستقبل من الأرباح مستحدثة بمعدل خصم يتمثل في معدل المردودية المطلوب، وعليه فقيمة الورقة ترتفع عندما يقل هذا المعدل والعكس صحيح.
العلاقة الرياضية: $V = \sum_{i=1}^{n} \frac{F_i}{(1+t)^i}$

وما يلاحظ على هذا الشكل، أنه يتم حساب قيمة الورقة المالية بدلالة التغيرات الحاصلة في الربح المستقبلي. وعليه فإن مضاعف الربح PER نجده ليس بعيدا عن الفلسفة والأساس الذي يقوم عليه المنظور الخاص (الاستحداث) Approche actuarielle ، باعتبار أنه يقوم على فرضية مؤداها أن قيمة السهم توافق رسملة الربح المتوقع وفق معدل معين (المضاعف)، والحال كذلك لجميع الطرق المرتكزة على المنظور المقارن Approche comparatives[47]. فبالإضافة لهذا الشكل، والذي يطلق عليه بالمقاربة المالية، إذ يتم اعتماد وترجمة PER على أساس استحداث التدفقات المستقبلية، توجد مقاربة أخرى تدعى بالمقاربة المحاسبية، إذ يتم وفقها تحليل PER على أساس قيم حقيقية غير مستحدثة، وعليه فعملية حساب هذا المضاعف تبقى واحدة، بينما يكمن الاختلاف في منطق ترجمته وتحليله ومن ثم استعمال نتائج ذلك، والتي تقع بين هذين المنظورين[48].

وتبقى المقاربة المالية هي الأحسن في استعمالها لتقييم الأوراق المالية، إذا ما تم التقدير الجيد لمكونات هذا المضاعف، بينما تفيد المقاربة المحاسبية عمليات التقييم لأغراض التفاوض المرتكزة على المضاعفات لبساطتها، وباعتبارها تنطلق من المقارنة، فعند إيجاد المضاعف يكفي ضربه في ربح المؤسسة المراد تقييمها للحصول على قيمتها.

يمثل الشكل السابق للمضاعف قاعدة ثلاثية تستهدف حساب القيمة الحقيقية عن طريق رسملة الربح المتوقع[*]، وذلك على النحو الآتي:

$$V = \frac{V_0}{BPA_0} \times BPA$$

ويهدف المستثمر أو المحلل المالي الذي ينوب عنه من وراء تقييم السهم المعين بواسطة مضاعف الربح، إلى معرفة فرص تحقيق الأرباح ،بمعرفة إن كان السوق قد أخطأ في تقييمه للسهم سواء بأعلى أو أدنى من قيمته، لاتخاذ القرارات المناسبة حسب ملكيته للورقة المالية من عدمها، وذلك على النحو الآتي:

- إذا كان السهم مسعرا بأعلى من قيمته المحسوبة، فإذا كان المستثمر يملك السهم فعليه التخلص منه، أما من كان مضاربا فإنه يقوم ببيعه على المكشوف، أم من كان يود شراءه، فإنه يمتنع عن شرائه في هذه الفترة.
- إذا كان السهم مسعرا بأدنى من قيمته المحسوبة، فإذا كان المستثمر يملك السهم فعليه الاحتفاظ به، أما من كان مضاربا أو من يود شراءه بشكل عام، فإنه يقرر شراءه.

يلاحظ على نموذجي التقييم اللذين يتم استخدامهما في الوقوف على القيمة التي يتم على إثرها اتخاذ القرار من طرف المستثمرين الماليين ما يلي:

---

[47])- L.Batsch, Finance et stratégie, Economica, Paris, 1999, P : 341.

[48])- للاطلاع أكثر حول هذه النقطة، أنظر على سبيل المثال إلى:

- J-P.Berdot et J.Léonard, Valorisation boursière et substituabilité des actif ; Que nous apprennent les PER ? In : Analyse financière, N°9, Octobre- Décembre 2003, P :38-39.

[*]- يمكن أن نبرهن بأن فلسفة مضاعف الربح PER تشبه الطرق المرتكزة على الاستحداث، وذلك بمقارنة الشكل الرياضي لكلاهما. إذ نجد أن هناك الشكل المبسط من المعادلة العامة لخصم توزيعات الأرباح في حالة تساوي التدفقات إلى ما لانهاية يساوي: V=D/t والتي يمكن كتابتها: V=1/t*D والتي توافق طريقة مضاعف الربح: V=PER*BPA. حيث أن كلاهما يحسب قيمة السهم بدلالة التوقعات (تدفق، أرباح) المستقبلية وفق معامل رسملة معين.

- أن كلا النموذجين يعملان على توقع قيمة الورقة المالية بدلالة تدفقاتها المستقبلية، إلا أنا نرى أن نموذج خصم التوزيعات هو الأنسب للوصول إلى القيمة الحقيقية منه من مضاعف الربح، بالنظر لما يعرفه هذا الأخير من تعدد في مكوناته وتأثره بالتطبيقات المحاسبية مما قد يسبب أخطاء للمستثمرين الماليين عند اتخاذ قراراتهم.
- بالمقابل نجد بأن مضاعف الربح يحمل بساطة في الحساب بالمقارنة بطريقة خصم التوزيعات مما يفسر انتشاره واستعماله الواسعين في الأوساط المهنية، وبشكل عام في الأسواق المالية، إذ يمتد استعماله إلى اختيار الاستثمار في ما بين المؤسسات والقطاعات وحتى الأمكنة المالية، كما نجده يستعمل في تقييم المؤسسات لأغراض التفاوض وفق منظور المقارنة، ونجده من بين المؤشرات التي تكون جدول القيادة البورصية التي يتتبعها المستثمرون الماليون لمعرفة أداء البورصة. ويمكن التغلب على السلبية التي تميزه عن طريق توحيد حساب مكوناته على المستوى المحلي، وعلى المستوى الدولي كذلك، من خلال الهيئات المهنية كالهيئات التي تجمع المحللين الماليين.

مما سبق، يتبين أن كلا النموذجين لهما مزايا وعيوب، لذا فهما مهمان للمستثمر أو من ينوب عنه ويتيحان له مرونة في اختيار أحدهما، إذ يتم استعمال كل نموذج حسب الهدف والوضعية التي يكون عليها ومدى القدرة على توفر المعلومات التي تدخل في مكوناته، بالإضافة إلى عامل الوقت.

خلاصة واستنتاجات:

يقوم المستثمرون الماليون داخل بورصة القيم باتخاذ قرارات مستمرة تدخل في إطار تسيير حوافظهم الاستثمارية، نجد أن تقييم المؤسسات (الأسهم) يعتبر أسلوبا جيدا للدفع نحو اتخاذ قرارات سليمة وصائبة. وعليه، استطعنا أن نخلص في نهاية هذا الفصل إلى جملة من الاستنتاجات، وذلك على النحو الآتي:

- يوجد أسلوبان شائعان في تحليل الأوراق المالية، يصنفان جمهور المحللين الماليين، وهما؛ التحليل الفني والأساسي. وما يمكن ملاحظته هو أنهما يختلفان كثيرا من حيث فلسفة التحليل التي يقومان عليها. إذ أن التحليل الأساسي يهدف إلى البحث عن القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال تحليل العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفقها في المستقبل، وبذلك نجده يوافق نظرية الاستثمار، وباستعمال طرق التقييم نجده يعتمد على نظرية التقييم، إذ يتبع أسلوبا منهجيا واضحا وسليما، وبذلك فهو يتميز بالطابع الأكاديمي- المهني. بينما نجد أن التحليل الفني يقوم على تحليل حركة أسعار الأوراق المالية انطلاقا من بيانات السوق الماضية، لمحاولة اكتشاف نمط معين، يتم على أساسه اختيار الوقت المناسب لاتخاذ القرار المناسب، حيث يعتمد كثيرا على فكرة أن المستقبل امتداد للماضي، دون الاعتماد على نظرية واضحة تحكمه –على غرار السابق-، وبالتالي نجده عملا مهنيا صرفا.

- نجد أن مدخل التحليل الأساسي هو الذي يتفق مع عملية التقييم- التي نحن بصدد دراستها-، إذ يقوم يتتبع مراحل التقييم المنهجية، حيث ينطلق من تحديد الهدف والمتمثل في دعم وترشيد قرارات المستثمرين الماليين لتسيير محافظهم قصد تعظيم عوائدها و/أو تقليل المخاطر المرتبطة بها، ثم يقوم بمرحلة تجميع المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية ليتم تشخيصها وتحليلها للوصول إلى مدخلات التقييم، ثم في الأخير يقوم بتطبيق الطريقة التي تفضي إلى القيمة الحقيقية. إذ ينطلق هذا المدخل في تحليله وتقييمه للأوراق المالية من المنظور الخاص Approche intrinsèque كونه يقوم بتقييم الورقة المالية بدلالة عواملها الأساسية.
- يتم في نهاية التحليل الأساسي استعمال إحدى الطرق الموافقة لتقييم الأوراق المالية، إذ يتم استعمال طريقة خصم التوزيعات أو مضاعف الربح PER للخروج بالقيمة الحقيقية الموافقة للمعلومات التي تم تحليلها، إذ تعتبر هذه القيمة مخرجا لنظام التقييم تفيد المستثمر المالي في اتخاذ القرار المناسب،

بمقارنة القيمة المحسوبة مع السعر المسجل في البورصة لحظة التقييم، وبالنظر إلى ملكيته للورقة المالية من عدمها، سيكون القرار المناسب هو:

- إذا كانت القيمة الحقيقية (المحسوبة) أكبر من القيمة السوقية:
  1. الاحتفاظ بالورقة المالية، إذا كانت ضمن محفظته الاستثمارية ؛
  2. شراء الورقة المالية، إذا كان لا يملكها (سواء للمضارب أو من يود شراءها بشكل عام) وبذلك سيتم تحقيق أرباح إضافية عندما سترتفع القيمة السوقية.
- إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية:
  1. بيع الورقة المالية والتخلص منها تفاديا للخسارة المحتملة، إذا كانت ضمن محفظته الاستثمارية؛
  2. بيع الورقة المالية على المكشوف -إذا كان لا يملكها- بالنسبة للمضارب، مما يتيح له ربحا إضافيا، أما من كان يود شراءها فإنه يمتنع عن ذلك في هذه الفترة.
- إذا كانت القيمة الحقيقية تساوي القيمة السوقية، فهذا يعني عدم وجود أرباح غير عادية، إذ تمثل هذه الحالة إحدى نتائج السوق الكفؤة، مما لا يدع مجالا للمضاربة التي تهدف لتحقيق فوائض القيمة لمستثمرين على حساب آخرين، وبالتالي لا يمكن اتخاذ القرارات الهادفة لذلك. ويستطيع المستثمرون من اتخاذ قرارات الشراء والبيع والاحتفاظ في إطار تسيير حوافظهم المالية، إذ يكون في هذه الحالة المحرك لاتخاذ القرار هو العوائد (توزيعات الأرباح) والمخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار. وهذه الحالة هي حالة التوازن الذي تنشده كل الأسواق، وبذلك سيحقق المستثمرون أرباحا عادية فقط (توزيعات الأرباح والفوائد)، وتكاد تنعدم فيها الأرباح غير العادية، إذ تبقى هذه الحالة مستمرة مع استمرار عملية التحليل والتقييم.

الفصل السادس: القرارات المالية والإستراتيجية وتأثيرها على قيمة المؤسسة

المبحث الأول: القرارات داخل المؤسسة - مفاهيم أساسية.

المبحث الثاني: قرارات التمويل.

المبحث الثالث: قرارات الاستثمار.

الفصل السادس: القرارات المالية والاستراتيجية وتأثيرها على قيمة المؤسسة

يعتبر القرار داخل المؤسسة من أهم الآليات المعتمدة في عملية التسيير-إن لم نقل المرادف للتسيير-، إلى درجة تعذر الحديث عن عملية التسيير ما لم يتبعها قرار أو جملة من القرارات تترجم التجسيد الفعلي لها، بغض النظر عن نوعية القرار (تشغيلي، تكتيكي أو استراتيجي). غير أن القرارات الاستراتيجية تبقى هي المؤثرة بشكل واضح على مسار استمرارية وبقاء المؤسسة، باعتبار أن تبعات ونتائج اتخاذ مثل هذا النوع من القرارات ستؤدي في كثير من الحالات إلى نجاح المؤسسة أو فشلها، لذا فسوء التقدير والخطأ في اتخاذ هذه القرارات قد تكون له انعكاسات وخيمة قد تؤدي في بعض الحالات لزوال المؤسسة.

ونجد في مجال دراسات النظرية المالية، أن القرارات المالية يتم تصنيفها على أنها قرارات استراتيجية لما لها من تأثير بالغ على حياة المؤسسة. وتقسم القرارات المالية إلى قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، كون أن اهتمامات مالية المؤسسة بالدرجة الأولى تنصب في جلب الموارد (التمويل) وكيفية استخدامها (الاستثمار). كما أن قرارات الاستثمار هي الأخرى بدورها تقسم إلى قرارات التوسع الداخلي La croissance interne وقرارات التوسع الخارجي La croissance externe.

وما يدعم ويدلل كذلك، على الصبغة الاستراتيجية التي تمتاز بها القرارات المالية، خاصة قرارات الاستثمار منها، هو ما ينتج عنها مما يسمى بالرفع الإستراتيجي Levier stratégique عند اتخاذها، فهي بذلك لديها بعد مالي وفي نفس الوقت تعتبر قرارا استراتيجيا مهما بالنسبة للمؤسسة[1].

ترتكز النظرية المالية على هدف تعظيم قيمة المؤسسة، وبما أن القرارات المالية كانت محل دراسة ضمنها، سنحاول من خلال هذا الفصل معرفة مدى تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة من خلال الدراسات التي أوردها الفكر المالي. لذا، فسنتناول في البداية المفاهيم الأساسية المرتبطة بالقرار داخل المؤسسة، ومن ثم معرفة التصنيف المرتبط بالقرارات المالية المزمع دراستها، ثم بعد ذلك، سنتطرق بشيء من التفصيل إلى دراسة كل قرار مالي على حده، محاولين في ذلك تبيان مدى تأثيره على قيمة المؤسسة في ظل النظرية المالية والممارسة الميدانية.

المبحث الأول: القرارات داخل المؤسسة: مفاهيم أساسية

إن السلوكيات التي يقوم بها كل عون اقتصادي -والتي تعبر عن النشاط الاقتصادي- تنتج في غالبها عن اتخاذ لقرار معين، قد يكون بسيطا أو معقدا، حيث أن الأول يكون فيه الاختيار بين بديلين، أما الثاني فيكون في حالة توفر عدة بدائل. وباعتبار أن المؤسسة الاقتصادية من بين هؤلاء الأعوان الاقتصاديين نجدها هي الأخرى تقوم بعملية اتخاذ القرار، إذ تزيد أهميته وتعقيده بالنظر لتعقيد التنظيم (المؤسسة) والأهداف المرجوة منه. لذلك، سنحاول فيما سيأتي، تسليط الضوء على مفهوم القرار داخل المؤسسة والتصنيفات المقدمة بشأنها[2]، وفي الأخير توضيح التصنيف الذي يخدم دراستنا.

---

[1])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P : 33.

[2])- لمزيد من الاطلاع والتوسع أكثر حول القرار داخل المؤسسة، أنظر على سبيل المثال إلى:

- سميرة يبالة، المدير وعملية اتخاذ القرار في إطار إدارة المؤسسة: دراسة حالة وحدة إنتاج الدهن بوادي السمار-الجزائر-، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة الجزائر، 2004 .

1-1: مفهوم القرار وركائزه

لقد شهد مفهوم القرار ضمن أدبيات التسيير عدة تعاريف تحاول أن تحيط بجوانبه. فعلى سبيل المثال، نجد أن كل من "محمد الناشد" و"برجوغون Bergeron " اتفقا في تعريفهما على أنه "العملية التي تسمح بالاختيار بين بدائل مختلفة"[3]. كما يمكن تعريفه أيضا على أنه" الفعل الذي يقوم به مسير أو مسيرون، حيث يتم بموجبه المفاضلة بين مجموعة من البدائل لإعطاء حل مناسب لمشكل مطروح"[4].

وفي تعريف آخر أوسع لمفهوم القرار، حيث قدم إضافات على التعريفين السابقين، يوصف بأنه "العملية التي بموجبها يتم المفاضلة بين مجموعة من البدائل، وذلك لتحقيق هدف معين، وما القرار إلا عملية تنبؤ تحاول الربط بين الماضي والمستقبل القصد منها التحكم فيما سيحدث مستقبلا ومجابهته. ويقود القرار إلى تصرف أو رد فعل معين والذي بدوره يقود إلى تحقيق ناتج محدد (هدف)، وبناء على هذه النتائج ومقارنتها ببعض يتم اختيار البديل الأفضل"[5].

وكتعريف آخر –أشمل- فالقرار " يقوم على عملية المفاضلة، وبشكل واع ومدرك، بين مجموعة بدائل أو حلول (على الأقل بديلين أو أكثر) متاحة لمتخذ القرار لاختيار واحد منها باعتباره أنسب وسيلة لتحقيق الهدف أو الأهداف التي يبتغيها متخذ القرار."[6]

نجد أن جميع التعاريف المقدمة بشأن القرار تتفق في أنه العملية التي ينتج عنها المفاضلة بين مجموعة من البدائل. وعموما، ما يمكن استنتاجه بشأن القرار هو ما يلي:

- نقول إننا بصدد اتخاذ قرار إذا ما توفر لدينا على الأقل بديلان.
- إن القرار هو عملية يقوم بها أي عون اقتصادي، وتكون من الأهمية بمكان لمسيري المؤسسات.
- القرار يستهدف استباق ما سيحدث في المستقبل بالنسبة لمتخذ القرار، بناء على معطيات مستقبلية (متوقعة) لكي يجد نفسه مستعدا، خاصة بالنسبة للمؤسسة التي تعتبر نظاما مفتوحا وتتعامل مع محيط تنافسي، فاتخاذ القرار مبكرا قصد مواجهة ما سيحدث سيجنبها تكبد خسائر أو يكسبها عوائد.
- باعتبار المؤسسة تنظيما معقدا بالمقارنة بمختلف الأعوان الاقتصاديين الآخرين، يحظى اتخاذ القرار بأهمية بالغة ويستند على أساليب علمية ومنهجية مدروسة.

ولكي تتخذ القرارات بشكل علمي ومدروس – بعيدا عن العشوائية والارتجالية-، ينبغي أن يستند أي قرار سليم صادر عن أي عون اقتصادي- وبالأخص المؤسسة- على ثلاث ركائز ضرورية، يمكن تلخيصها فيما يلي[7]:

1. مدخلات القرار؛ والتي تمثل المتغيرات والمعلومات التي يجب أن يأخذها المسير في الحسبان عند إقدامه على اتخاذ القرار، الأمر الذي يبرز أهمية وجود نظام للمعلومات بالمؤسسة يمكن

---

[3])- التعريفين مذكورين في: نفس المرجع، ص:126.

[4])- Cours en économie d'entreprise : Prise de décision, In : http://geronim.free.fr/ecoent/cours/decision.htm , Consulte le 24/02/2005.

[5])- مركز الخبرات المهنية للإدارة، المناهج التدريبية المتكاملة: منهج المهارات المالية والمحاسبية المتقدمة: التحليل المالي وترشيد قرارات الاستثمار، مرجع سابق، ص:82.

[6])- سميرة بيالة، مرجع سابق، ص:126.

[7])- مركز الخبرات المهنية للإدارة، المناهج التدريبية المتكاملة: منهج المهارات المالية والمحاسبية المتقدمـة: التحليـل المالي وترشيد قرارات الاستثمار، مرجع سابق، ص:83. (بتصرف)

الاعتماد عليه في توفير ما يلزم من معلومات صالحة في الوقت المناسب وبالدقة المطلوبة وبالتكلفة المعقولة.

2. مخرجات القرار؛ والتي تمثل القرار المتوصل إليه من طرف المسير من خلال المفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة.
3. قاعدة أو قواعد القرار؛ ويقصد بها الأساس الذي يتم به الربط بين مدخلات ومخرجات القرار، حيث تتمثل في معيار أو مجموعة المعايير المعتمدة للاختيار البديل أو البدائل الأفضل، بعد تزويد متخذ القرار (المسير) بالمعلومات الصالحة المتأتية (مدخلات القرار) من نظام المعلومات.

وطبقا لهذه الركائز يتخذ صانع القرار، وبالأخص مسير المؤسسة العديد من القرارات، ويكون القرار جيدا إذا حقق الهدف المرجو من اتخاذه، إذ أن هذا الهدف يستخدم أيضا كمعيار لتقييم القرار، فعملية تقييم القرار لا تستهدف تقييم القرار ذاته، بل الأهداف المرجوة منه، ومن ثم فإن تغيير الهدف يؤدي دائما إلى تغيير معيار تقييم القرار، ولعل ذلك يقود إلى القول بأن تقييم القرارات يستلزم تقييم الأداء لنشاط معين[8]، مما يجعل من ضرورة الاعتماد على طرق تقييم المؤسسة للوقوف على ما يمكن أن يقدمه القرار للمؤسسة وفق الأهداف المرجوة، ليسمح في الأخير بترشيد تلك القرارات واختيار البدائل التي تستهدف في نهاية الأمر الهدف الأسمى الذي تسعى المؤسسة لتحقيقه، والمتمثل في رفع قيمتها، وفروعها وأنشطتها.

فالقرارات المالية، يتمثل هدفها في رفع قيمة المؤسسة وكل ما يرتبط بها، ومن ثم فطرق التقييم المرتكزة على ما يمكن أن تحققه على مستوى المستقبل من تدفقات، سيكون محل تقييم ليتم الحصول على البديل الأنسب الذي يمكن من رفع القيمة إلى أعلى حد ممكن حسب الظرف والوضعية التي تعيشها المؤسسة.

1-2: تصنيف القرارات داخل المؤسسة

توجد عدة معايير لتصنيف القرارات نجدها ضمن أدبيات التسيير، سنذكر أهمها والتي تخدم دراستنا، وذلك على النحو التالي[9]:

1-2-1: تصنيف القرارات حسب مدى تأثيرها- حسب أهمية المشكل المعالج

نجد أن من قدم هذا التصنيف الذي يعد من التقسيمات المشهورة بشأن مختلف القرارات المتخذة بالمؤسسة هو "أنسوف"[10]، والذي قسمها إلى ما يلي[11]:

---

[8])- نفس المرجع، ص:83.

[9])- J.Orsoni, Op.cit, P : 67.

[10])-H.I.Ansoff, Stratégie du développement de l'entreprise, Cité in : Idem.

[11])- تم الاعتماد على المراجع التالية:

- مذكورة في : سميرة يبالة، مرجع سابق، ص:130-131.
- Cours en économie d'entreprise : Prise de décision, Op.cit.
- J.Orsoni, Op.cit, P: 67.

1-2-1-1- القرارات الاستراتيجية:

تتميز القرارات الاستراتيجية بتأثيرها الطويل المدى على المؤسسة، بحيث ترهن تموقعها في السوق، والذي يراد منه تعظيم المكاسب للموارد الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، ويبحث القرار الاستراتيجي على الطريقة التي بموجبها تواجه المؤسسة محيطها الخارجي في ظل المنافسة[12].

ويتم اتخاذ مثل هذا النوع من القرارات على مستوى الإدارة العليا (الجمعية العامة، مجلس الإدارة، المدير،..)، بالنظر لحساسيته ودرجة خطورته على مستقبل المؤسسة، كما تتصف بعدم التكرار وتحظى بدرجة عالية من المركزية في اتخاذها. ومن بين الأمثلة على هذه القرارات ما يلي[13]:

- قرارات اختيار مجال النشاط المتمثل في مزيج السلعة-السوق التي تساعد على تعظيم مردودية الاستثمارات المعنية؛
- قرارات تخصيص الموارد على استخداماتها البديلة أو الخاصة بالفرص المرتبطة بالسلعة والسوق؛
- قرارات التنويع؛
- قرارات اختيار توزيع أزمنة البدء في التوسع غير المتكرر،..الخ.

1-2-1-2-القرارات الإدارية(التكتيكية):

تتصف هذه القرارات بالتكرار بالمقارنة بالقرارات الاستراتيجية، ويتم اتخاذها على مستوى الإدارة الوسطى، ومن أمثلة هذه القرارات نذكر ما يلي:

- القرارات الخاصة بإجراءات توزيع الموارد على استخداماتها البديلة؛
- القرارات التنظيمية المرتبطة بتدفق المعلومات وتحديد الصلاحيات المخولة للأفراد والمسؤولين؛
- القرارات الخاصة بخطوات تنفيذ وتدفق الأعمال والأنشطة وتوزيع الخدمات والتسهيلات بين الأقسام أو الوحدات التنظيمية،...الخ.

وعموما، يسمح هذا النوع من القرارات بإيجاد الكيفية التي يتم بها استعمال موارد المؤسسة لأجل تحقيق الأهداف المرجوة ضمن القرارات الاستراتيجية. وعليه، تعمل هذه القرارات على تنظيم عملية التجميع والتوجيه للموارد المادية، البشرية، المالية والتكنولوجية داخل المؤسسة.

1-2-1-3- القرارات التشغيلية:

تتصف هذه القرارات بدرجة عالية من اللامركزية وبالتكرار (مبرمجة)، وتصدر عن مستويات الإشراف (على الورش، الأقسام الإنتاجية،...)، ومن الأمثلة على هذا النوع من القرارات، ما يلي:

- توزيع الموارد المتاحة على الأنشطة الوظيفية الرئيسية؛
- جدولة الإنتاج، وجدولة استخدامات وتشغيل الموارد؛
- أساليب الإشراف والرقابة على العمليات؛
- تحديد مستويات التشغيل أي حجم الإنتاج ومستويات المخزون،...الخ.

وعليه، يتخذ هذا النوع من القرارات في إطار التسيير الجاري (الروتيني) للمؤسسة، حيث تتعلق عموما بالاستعمال الأمثل للموارد المخصصة ضمن سياق عملية الإنتاج.

ويمكن أن نقدم خصائص كل قرار في الجدول التالي:

---

[12])- Cours en économie d'entreprise : Prise de décision, Op.cit.

[13])- مذكورة في : سميرة يبالة، مرجع سابق، ص:131.

الجدول رقم (06-01): خصائص القرارات المصنفة حسب معيار الأهمية

الخصائص	نوع القرار		
	الاستراتيجي	التكتيكي	التشغيلي
مجال القرار	مرتبط بمحيط المؤسسة	تسيير الموارد	استعمال الموارد ضمن مسار الإنتاج
الأفق الزمني	متوسط وطويل الأجل (بالسنوات)	قصير الأجل (بالشهور)	قصير الأجل جدا (بالأيام)
أثر القرار	دائم	وجيز	وجيز جدا
قابلية مراجعة Réversibilité القرار	لا توجد (غير ممكنة)	ضعيفة	قوية
عمليات التصحيح	غير ممكنة	صعبة	سهلة
تكرار الاختيارات	لا توجد (لا تتكرر)	ضعيفة	قوية
إجراءات القرار (القابلية للبرمجة)	غير قابلة للبرمجة	إمكانية برمجة بعضها	مبرمجة
مستوى اتخاذ القرار	الإدارة العامة (الإدارة العليا)	المديريات الوظيفية (الإدارة الوسطى)	رؤساء المصالح، رؤساء الورش
طبيعة المعلومات المرتكز عليها	عدم التأكد وخارجية	شبه كاملة (معروفة) وداخلية	كاملة (متأكد منها) وداخلية
درجة التنظيم	متدنية	متوسطة	عالية
تنوع المشاكل	عال	متوسط	متدن
درجة الغموض	عالية	متوسطة	متدنية
قرارات التخطيط	أكثرها	النصف تقريبا	قليلة
قرارات التنظيم	قليلة	النصف تقريبا	أكثرها
درجة الاجتهاد	عالية	متوسطة	متدنية

المصدر: تم إعداده انطلاقا من:

- Cours en économie d’entreprise : Prise de décision, Op.cit.
- كاسر المنصور، وظائف الإدارة، جامعة دمشق، 1995، ص: 101، نقلا عن: سميرة يبالة، مرجع سابق، ص:132.

ما يلاحظ على هذا التصنيف، أنه يرتبط بالجانب الاستراتيجي للمؤسسة الذي يدرس علاقتها بالمحيط الخارجي، خاصة ما تعلق بالمنافسة في السوق، غير أنه مع تطور نظرية القرار يمكن أن يعمم هذا التصنيف على جميع جوانب المؤسسة بحيث يتم تصنيف أي قرار على حسب أهميته ومتخذه.

1-2-2: تصنيفات القرارات حسب وظائف المؤسسة

تنقسم القرارات وفق هذا المعيار حسب الوظائف الأساسية بالمؤسسة والمتمثلة في[14]:

- القرارات المتعلقة بوظيفة الإنتاج: كحجم الإنتاج، حجم المصنع، موقع المصنع، التصميم الداخلي للمصنع، طرق الإنتاج، إجراءات الشراء، كمية المخزون، ...الخ.

[14])- مذكورة في : سميرة يبالة، مرجع سابق، ص:130.

- القرارات المتعلقة بوظيفة التسويق: كتحديد الأسواق، موقع مكاتب البيع، تغليف المنتجات، العلامة التجارية المستخدمة، السعر، بحوث التسويق ومداها،...الخ.
- القرارات المتعلقة بالوظيفة المالية: كالقرارات المتعلقة بالهيكل المالي، شروط الائتمان، مقدار رأس المال العامل، طرق الحصول على الأموال الجديدة، سياسة توزيع الأرباح، خطط إعادة التمويل، تحديد تكاليف العمليات، الإجراءات المحاسبية، الاندماج، التصفية، عمليات الاستثمار،...، الخ.
- القرارات المتعلقة بوظيفة الموارد البشرية: كمصادر الحصول على العمال، أساليب الاختيار في التوظيف، مدى التدريب ونوعيته، تحليل المناصب وتقييم العمال، معالجة التأخير والتغيب، أسس دفع الأجور، طرق الترقية، الترويج لوسائل الأمان،...الخ.

ما يلاحظ على هذا التصنيف أنه يأخذ بالمعيار الوظيفي، حيث يصنف القرار إلى حسب الشيء موضوع القرار؛ بمعنى إلى المشكل المطروح، وذلك حسب الهيكل التنظيمي للمؤسسة المقسم على الأقل إلى مجموع الوظائف الكلاسيكية السابقة الذكر. ولا يعني ذلك، أن متخذ القرار سيكون من يرأس الوظيفة، فطبيعة متخذ القرار تتحدد بأهمية القرار المتخذ، فعلى سبيل المثال ضمن الوظيفة المالية، نجد أن أغلب القرارات المالية، خاصة قرارات التوسع الخارجي (الاندماج،...) تتخذ على مستوى الإدارة العليا بالنظر لطبيعتها الاستراتيجية، أما عمليات تغذية صندوق المؤسسة، وتحويل المبالغ من الصندوق إلى حساب المؤسسة بالبنك، وعملية إعدام دين مشكوك في تحصيله (مبلغ ضئيل بالمقارنة بحجم عمليات المؤسسة،...، فإذا أريد اتخاذ قرار بشأنها، فهي تعتبر قرارات تشغيلية والتي تتخذ بشكل تلقائي (مبرمجة) أحيانا وتصدر على مستوى مسؤولي الوظيفة. فهذا المعيار الأخير يعبر عن التصنيف الذي يأخذ بمدى أهمية القرار السابق الإشارة إليه.

1-2-3: تصنيف القرارات حسب حالة عدم التأكد

يواجه متخذ القرار ثلاث حالات رئيسية في مجال اتخاذ القرارات، والتي يمكن أن تكون معيارا يعمل به لتصنيف القرارات، والتي تتمثل في[15]:
- قرارات في ظل حالات التأكد؛ إذا كان متخذ القرار قادر على تحديد ناتج كل بديل أو سياسة على وجه الدقة، فإن قراره يتمثل في اختيار البديل الذي يحقق أكبر عائد من بين البدائل المتاحة (دالة الهدف هي التعظيم) أو البديل الذي يتحقق بأقل الأعباء الممكنة (دالة الهدف هي التدنية).
- قرارات في ظل حالات المخاطرة (أحداث عشوائية)؛ قد يواجه متخذ القرارات بحالات يمكنه فيه تحديد العائد من كل بديل من البدائل المتاحة، ولكن ليس على وجه الدقة، وإنما باحتمال معين يتميز بالموضوعية.
- حالات عدم التأكد؛ إذا واجهت متخذ القرارات حالات يصعب فيها تحديد التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة من البدائل المتاحة، إذا ففي هذه الحالة يكون مواجه بحالات عدم التأكد أو حالات الجهل التام، ففي مثل هذه الحالات يحاول متخذ القرار تكوين ما يعرف بالتوزيع الاحتمالي الشخصي للعوائد المتوقعة، ويتم ذلك اعتمادا على خبرته.

وضمن هذا التصنيف، نجد أن "أورسني"[16] يضيف حالة إلى هذه الحالات الثلاثة، تتمثل في القرارات المتخذة في ظل مواجهة منافسين يتميزون بالذكاء.

[15])- مركز الخبرات المهنية للإدارة، المناهج التدريبية المتكاملة: منهج المهارات المالية والمحاسبية المتقدمة: التحليل المالي وترشيد قرارات الاستثمار، مرجع سابق، ص:83-84.
[16])- J.Orsoni, Op.cit, P 67-68.

يتقاطع التصنيف المتفق مع دراستنا بين التصنيفين الوظيفي والتصنيف المرتكز على أهمية القرار، باعتبار أننا ندرس القرارات المالية، والتي تمتاز بتأثيرها البالغ على حياة المؤسسة مما يجعلها ذات طابع استراتيجي. فإذا كانت القرارات محل الدراسة بينة (واضحة) صبغتها المالية كصفة تميزها عن باقي القرارات الأخرى -بالنظر لتأثيراتها المالية على المؤسسة (مصادر التمويل واستخداماتها (الاستثمارات)) وبالنظر إلى الدراسات التي دارت بشأنها في النظرية المالية-، فإن مدى استراتيجيتها قد لا تكون كذلك (غير واضحة).

وعليه، سنحاول إظهار الزاوية الاستراتيجية لهذا النوع من القرارات الموصوف بالمالية، لذا فلا بد في البداية، أن نقدم تعاريف ترتبط بالاستراتيجية. إذ تعرف الاستراتيجية "بأنها مجموع القرارات والإجراءات Actions المرتبطة باختيار الوسائل Moyens والموارد Ressources في سبيل تحقيق هدف مسطر"[17]. كما تعرف على أنها" مجموعة القرارات والتصرفات الإدارية التي تحدد الأداء طويل الأجل للمنظمة"[18].

يتضح لنا من التعريف المقدم أعلاه بشأن الاستراتيجية، أنها مجموعة من القرارات المتخذة في ظل وجود بدائل، تخدم الاستراتيجية التي تمثل الهدف المرجو أو النسق العام المسطر الذي تسير عليه المؤسسة في فترة معينة قد تطول أو تقصر حسب الظروف المحيطة بها (خاصة في واقع المنافسة) كالاستراتيجية التوسعية أو الانكماشية،...الخ. بينما، عند الحديث عن القرار الاستراتيجي فقد يفهم في جانب منه، أنه يمثل إحدى أدوات تنفيذ الاستراتيجية المتبعة والمسطرة والتي تمثل الجانب الفعلي في تطبيق الاستراتيجية، والذي يتضح من خلال استعمال كلمة مجموع القرارات في التعريفين السابقين، فهي هنا عبارة عن قرارات ذات طبيعة استراتيجية، ويدخل هذان التعريفان في ما يعرف في أدبيات التسيير بالإدارة (التسيير) الإستراتيجية.

مما سبق، يمكن تعميم صفة القرار الاستراتيجي- حتى خارج إطار التسيير الاستراتيجي- على أي قرار له تبعات ذات تأثير واضح وطويل على حياة المؤسسة، والذي يمثل المفهوم (المعنى) الثاني للقرار الاستراتيجي .

وما ينبغي الإشارة إليه، هو أن القرارات المالية خاصة ما هو مرتبط بقرارات الاستثمار نجدها محل دراسات مشتركة (متقاطعة)، بين النظرية المالية من جهة، وفي جانب التسيير الاستراتيجي من جهة ثانية، كقرارات الاندماج، الشراكة، الاستثمارات الداخلية طويلة الأجل،...الخ، والتي يتم دراستها في ظل الاستراتيجيات المنتهجة لمجابهة تحديات المحيط كالتوسع، الانكماش، تنويع الأنشطة، التركيز نحو النشاط الأساسي، مما يجعل من مفهوم القرار الاستراتيجي محل خلط عند استعماله. وعموما يمكن أن نعرف القرار الاستراتيجي سواء في إطار التسيير الاستراتيجي أو خارجه على أنه القرار ذو التأثير طويل الأجل (على الأقل أكثر من سنة) على حياة المؤسسة.

وتتضمن القرارات الاستراتيجية في إطار التسيير الاستراتيجي – والتي يمكن تعميمها خارج إطاره- الأبعاد العامة التالية[19]:

---

[17])- R-A.Thiétart, La stratégie d'entreprise .Cité in :Ibidem, P :120.

[18])- جمال الدين محمد المرسي، مصطفى محمود أبو بكر وطارق رشدي جبة، التفكير الاستراتيجي والإدارة الاستراتيجية: منهج تطبيقي، الدار الجامعية، الإسكندرية،2002، ص: 21.

[19])- نفس المرجع، ص:22.

- تستلزم القرارات الاستراتيجية تدخلا من الإدارة العليا، وبالتالي فهي صاحبة اتخاذ هذا النوع من القرارات، باعتبارها تؤثر على العديد من مجالات النشاط والعمليات في المؤسسة.
- تؤثر القرارات الاستراتيجية على رفاهية المؤسسة وازدهارها في الأجل الطويل، وتلزم المؤسسة بالسير في اتجاهات محددة لفترات طويلة قد لا تقل عن خمس سنوات، وتمتد آثارها لسنوات طويلة.
- تستند القرارات الاستراتيجية إلى تنبؤات المسيرين المستقبلية وليس مجرد معرفتهم الحالية عند اتخاذ مثل هذه القرارات، ثم التركيز على السيناريوهات المستقبلية التي سوف تمكن المؤسسة من اختيار أفضل البدائل الاستراتيجية.
- تمتلك القرارات الاستراتيجية تأثيرات معقدة بالنسبة لغالبية مجالات النشاط في المؤسسة، فجميع المجالات سوف تتأثر بإعادة تخصيص الموارد والمسؤوليات الناتجة عن اتخاذ هذه القرارات الاستراتيجية.
- وباعتبار أن القرارات الاستراتيجية تتعامل مع القضايا ذات الأثر المستقبلي طويل الأجل على المؤسسة، نجدها تتميز بثلاث خصائص رئيسية، هي:

1. الندرة: فالقرارات الاستراتيجية هي قرارات غير عادية وغير مسبوقة في غالبية الأحوال، ولا يوجد لها إطار متكرر يمكن اتباعه.
2. تعدد النتائج أو الآثار: فالقرارات الإستراتيجية تتطلب تخصيص موارد ملموسة وتحتاج إلى درجة عالية من الالتزام، وبالتالي فإن آثارها ملموسة ومتعددة الجوانب.
3. الأسبقية أو الأولوية: حيث تأتي القرارات الاستراتيجية في المقام الأول من حيث الأهمية أو أولوية التنفيذ بالنسبة للنوعيات الأخرى من القرارات، وذلك في ما يتعلق بالتصرفات المستقبلية بالنسبة لكافة أوجه النشاط في المؤسسة.

ما يلاحظ على مميزات القرار الاستراتيجي أن ذلك ينطبق على القرارات ذات الطبيعة الاستراتيجية المحضة التي هي محل دراسة ضمن مواضيع الإدارة الاستراتيجية، إلا أن ذلك نجده يصلح بالنسبة لجزء كبير من القرارات المالية، خاصة الأساسية منها المتمثلة في الاستثمارات والتمويل التي تكون محل دراسة مشتركة(تتقاطع) معها (خاصة الاستثمارات). ومن ثم يمكن أن نعمم ما سبق على القرارات الاستثمارية بالدرجة الأولى لأنها تتقاطع وتكون محل دراسة مشتركة في النظرية المالية وفي الاستراتيجية غير أن زاوية النظر تكون مختلفة، ثم القرارات المرتبطة بالتمويل بدرجة أقل .

وفي الأخير، سنجد أنفسنا نتبع التصنيف الوظيفي والتصنيف المرتبط بالجانب الاستراتيجي (الذي يعود إلى مجال الاستراتيجية؛ التسيير والتخطيط الاستراتيجي،..) معا، باعتبار أننا سندرس القرارات المالية التي تصدر من طرف الإدارة العليا (مجلس الإدارة) بمتابعة مالي المؤسسة المسؤول عن الوظيفة المالية(التصنيف الوظيفي) والتي تعتبر على أنها قرارات استراتيجية لما لها من تأثير بالغ على حياة المؤسسة (الجانب الاستراتيجي). ولهذا يمكن القول إن القرارات المالية التي نحن بصدد دراستها تنقسم حسب ما جاءت به النظرية المالية، وحسب ما هو متعارف عليه على المستوى العملي في أوساط القائمين على المؤسسات إلى ما يلي:

- قرارات الاستثمار؛ والتي بدورها تنقسم إلى قرارات التوسع (النمو) الداخلي، وقرارات التوسع الخارجي؛
- قرارات التمويل، أو ما يعرف بقرارات الهيكل المالي؛
- قرارات توزيع الأرباح.

عموما، يعتبر قرار الاستثمار وقرار التمويل أساس ومحور القرارات المالية بالمؤسسة، في جانبها الميداني والنظري، غير أنه توجد بعض القرارات التي لا تقل أهمية عنهما تصنف ضمن القرارات المالية باعتبارها كانت محل دراسة في النظرية المالية، ولما لها من تأثير مالي في الجانب العملي على قيمة المؤسسة بالدرجة الأولى، إذ نجد من بين ذلك قرارات توزيع الأرباح، كما قد نجد أيضا قرارات مالية أخرى؛ كقرار إعادة شراء المؤسسة المسعرة لأسهمها. وما ينبغي الإشارة إليه، بأن هذه القرارات تعد قرارات ثانوية، اشتقت من القرارات الأساسية، وقد ظهرت وتطورت مع النظرية المالية الحديثة، وبسبب التطور الحاصل في الأسواق المالية.

وفيما سيأتي، سنتناول القرارات المالية الأساسية (الاستثمار والتمويل)، كما سنتطرق ضمن قرارات التمويل لقرارات توزيع الأرباح بشيء من التفصيل.

المبحث الثاني: قرارات التمويل

تؤثر قرارات التمويل على ما يعرف في الأدبيات المالية بالهيكل المالي La structure financière ، والذي عرف جانبا كبيرا من الدراسة ضمن النظرية المالية الحديثة، ولأهميته نجده قد حظي بنظرية قائمة ومرتبطة به تحاول دراسته وتفسيره. ويعود الفضل في وجود هذه النظرية لأعمال كل من "فرانكو مودجلياني F.Modiglliani " و"ميلتون ميلر [20] M.H.Miller" اللذان اقترن اسماهما كثيرا بالهيكل المالي.

إن جزءا مما يعرف بتكاليف الوكالة ناتج بالأساس عن وجود جهتين للتمويل (المساهمين والمقرضين) اللذين يمثلان هيكل التمويل في المؤسسة، مما يقودنا لدراسة تكاليف الوكالة الناتجة عن ذلك ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة. كما أن هيكل رأس المال يجرنا للحديث عن ما يعرف بتكلفة الإفلاس، الناتجة عن تشبع وزيادة حجم الاستدانة في الهيكل المالي. وكما نعلم فإن جزءا من تمويل المؤسسة يتم بما تدره من خلال نشاطها أي ما يعرف بالتمويل الذاتي، الذي يتأثر كثيرا بسياسة توزيع الأرباح، مما يدعونا للحديث عن هذه النظرية المفسرة لسياسة توزيع الأرباح[**] من منظور التأثير على قيمة المؤسسة.

وعليه، سنحاول دراسة ما تم ذكره من خلال التركيز على التأثير على قيمة المؤسسة، من خلال:

1- نظرية الهيكل المالي
2- نظرية سياسة توزيع الأرباح

2-1: نظرية الهيكل المالي

تعتبر نظرية الهيكل المالي من النظريات التي تمثل نواة النظرية المالية إلى جانب نظرية الاستثمار، باعتبار أن مالية المؤسسة بشقيها النظري والميداني، تبحث في كيفية تدبير مصادر التمويل، واستخداماتها (الاستثمار) بالدرجة الأولى. ولما كانت عمليات البحث عن مصادر التمويل من اهتمامات مالية المؤسسة، وأمام تنوع هذه المصادر التي تندرج ضمن مجموعتين أساسيتين، تتمثلان في الأموال الخاصة (حقوق الملكية) والديون (التزامات تجاه المؤسسة) وفي ظل بروز تعظيم قيمة

---

[20]- للاطلاع على حياة وأعمال "ميلتون ميلر" بصفة عامة و الهيكل المالي مع "مودجلياني" بصفة خاصة أنظر إلى:
-M.Albouy, Merton H.Miller : sa contribution à la finance d'entreprise, In Les grands auteurs en finance, Op.cit, PP :61-85.

[**]- تعتبر القرارات المرتبطة بتوزيع الأرباح من القرارات المالية التي لاقت اهتماما ودراسة في النظرية المالية على غرار قراري الاستثمار والتمويل.

المؤسسة كهدف تنشده وترتكز عليه النظرية المالية، بدأ التساؤل والبحث في مدى إمكانية تأثير الهيكل المالي للمؤسسة (الأموال الخاصة والديون) على قيمة المؤسسة، ومن ثم بروز إشكالية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه.

مما سبق، إذا ما سلطنا الضوء على جانب تمويل المؤسسة، نجد بالإضافة لما ينبغي أن يلعبه مالي (المدير المالي) المؤسسة في تدبير مصادر التمويل ذات التكلفة القليلة في الأساس، تحاول النظرية المالية الحديثة أن تعطي إطارا للبحث من خلال تقديم النظريات المفسرة للهيكل المالي التي تحاول أن تجيب في جزء منها عن إمكانية تقليل تلك التكاليف الناجمة عن التمويل من خلال وضع هيكل مالي مناسب، الأمر الذي يضيف مكاسب للمؤسسة من خلال تقليل تكلفة راس المال، ومن ثم المساهمة في رفع قيمة المؤسسة. وعليه، فهذا الطرح من شأنه –إن ثبتت صحته- أن يسهم في رفع قيمة المؤسسة، الذي يضاف إلى ما ينتج عن استخدامات تلك الأموال -ونقصد بذلك عمليات الاستثمار والقرارات المرتبطة به- بشأن قيمة المؤسسة، الشق الثاني (والقديم) الذي يمثل الأساس الذي تقوم عليه النظرية المالية وتبحث فيه.

نجد أن دراسة "ديراند، د، Durand.D1952" من الدراسات الرائدة في هذا المجال، والتي أثارت الكثير من الجدل حول فكرة وجود أو عدم وجود هيكل مالي مثالي للمؤسسة يستهدف خفض تكلفة تمويل استثماراتها إلى أقل حد ممكن، مما يؤدي إلى تعظيم قيمتها إلى أكبر حد ممكن[21]. إلا أن هذه النظرية –بشكل عام- اقترنت كثيرا باسم "مودجيلياني وميلر، 1958" نظرا لمقالهما الرائد[22] الذي قدم تصورا وأثار النقاش في هذه القضية التي مثلت ثورة في مجال المالية بشكل عام ومالية المؤسسة بالأخص، بالإضافة إلى أعمالهما الأكاديمية التي أعقبت هذا المقال.

وسنتناول بشكل مقتضب لأهم ما جاء في النظريات المفسرة للهيكل المالي، التي يمكن أن نقسمها إلى تيارين، حيث أن التيار الأول يمثل من يؤيدون فكرة وجود هيكل مالي أمثل، أما التيار الثاني من ينفي تلك الفكرة. وقبل التطرق لذلك، ينبغي أن نقف على الافتراضات التي يقوم عليها كلا التيارين والمتمثلة فيما يلي[23]:

- لا توجد تكلفة للإصدار أو تكلفة لبيع أو شراء الأوراق المالية؛
- ثبات سياسة توزيع الأرباح، إذ تقوم سياسة المؤسسة على توزيع كافة الأرباح (أي لا توجد أرباح محتجزة)، وذلك بهدف تحييد وإبعاد أثر التمويل الذاتي على التحليل، أي استبعاد تأثير التغير في سياسة التوزيع، بما قد يترتب عليه تغيير في هيكل رأس المال ليس من حيث نسبة التشكيلة فحسب*، بل وأيضا من حيث قيمته الكلية، وهو ما ينبغي تجنبه لدراسة أثر الهيكل المالي.
- ثبات حجم الاستثمارات الكلية للمؤسسة، مما يعني ضمنيا ثبات القيمة الكلية للعناصر يتضمنها الهيكل المالي للمؤسسة، إذ يهدف هذا الفرض إلى قصر التغيير في الهيكل المالي على التغيير

[21])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص: 116.
[22])- F.Modigliani & M.H.Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American economic review, N°48, 1958.
[23])-J.Van Horne, Financial management and policy,. In:
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص: 640-641.
*- يعتبر التمويل الذاتي من مصادر التمويل التي نتجت بسبب احتجاز جزء من الأرباح المحققة من طرف المؤسسة، ومن ثم فهو يعتبر ضمن الاحتياطات التي تنتمي للأموال الخاصة التي تعود لمالكي المؤسسة، وعلية فوجود ذلك سيزيد من حجم الموال الخاصة في المؤسسة مما يؤدي إلى تغيير نسبة الهيكل المالي من جهة، إضافة إلى زيادة حجم التمويل الكلي، الأمر الذي يستدعي تجنبها واعتبار أن جميع الأرباح المحققة توزع على المساهمين لضمان ومعرفة ما إذا كان زيادة حجم الاستدانة ومن ثم تغير الهيكل المالي له تأثير على تكلفة تمويل المؤسسة وقيمتها من عدمه.

في نسبة الخليط المكون له، دون زيادة في قيمته الكلية، وفي هذا الشأن يتوافر للمؤسسة حرية تغيير درجة الرفع المالي الخاص بها، سواء تم ذلك من خلال القيام بإصدار سندات جديدة، واستخدام حصيلتها في شراء جزء من السهم العادية، أو من خلال إصدار أسهم عادية، واستخدام حصيلتها في إعادة شراء السندات من السوق.

- تتميز السندات التي تقوم المؤسسة بإصدارها بأنها من النوع الدائم، إذ لا يمنع ذلك من إعادة شرائها من السوق. ويهدف هذا الفرض إلى تيسير التحليل مع عدم الإخلال بسلامته، فطالما أن حجم الهيكل المالي، وبالتالي حجم الاستثمار سيظل ثابتا، مع إمكانية تغيير نسبة القروض إلى الأموال الخاصة داخل ذلك الهيكل،بزيادة القروض على حساب الأموال الخاصة أو العكس، لذا يصبح من الضروري افتراض أن السندات من النوع الدائم.
- ثبات القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات، وعدم تغيرها من سنة لأخرى.
- تجانس توقعات المستثمرين بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات (نتيجة الاستغلال بعد الضريبة) للمؤسسة.

2-1-1: التيارات المفسرة للهيكل المالي

بعد استعراض هذه الافتراضات، يمكن أن نتناول التيارات المفسرة للهيكل المالي، وذلك على النحو الآتي[24] :

2-1-1-1: التيار المؤيد لوجود هيكل مالي أمثل

يخاص أصحاب هذا الطرح إلى وجود تأثير من طرف تغير الهيكل المالي للمؤسسة على تكلفة راس المال ومن ثم على قيمة المؤسسة، مما يدال على وجود هيكل مالي أمثل يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة إلى أقصى حد ممكن من خلال خفض تكلفة راس المال إلى حد أدنى. وفي هذا الإطار يوجد مدخلان وهما:

أ- مدخل صافي الربح:

يقوم هذا المدخل على افتراض يتمثل في ثبات تكلفة الديون والأموال الخاصة، حتى بتغير نسبة الديون (الرفع المالي) في الهيكل المالي، إذ أن ارتفاع أو انخفاض حجم الديون لا ينجر عنه ارتفاع أو انخفاض في معدل المردودية الذي يطالب به مانحو الأموال (المقرضون والمالكون)* بسبب المخاطر المصاحبة للاستدانة.

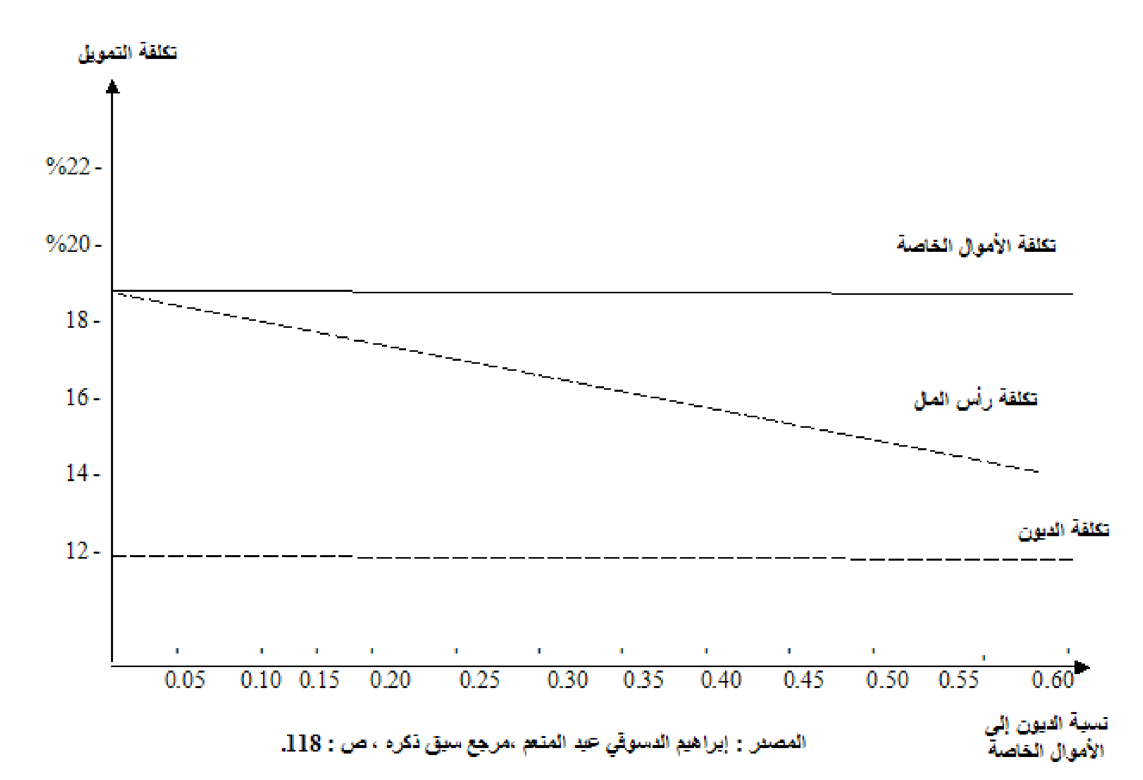
---

[24])- تم الاعتماد على المراجع التالية التي ينصح بالعودة لها لغرض التفصيل أكثر:
- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص ص:116-130.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص ص:640-674.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص ص: 87-287.
- نبيل عبد السلام شاكر، الفشل المالي للمشروعات: التشخيص، التنبؤ، العلاج: منهج تحليلي، مكتبة النهضة العربية، القاهرة،1989، ص ص: 174-178.
- S.Rafiki et A.Sadq, Un essai de synthèses des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises, In La revue de financier, N°131, PP :10-30.

*- يمثل معدل المردودية المطلوب الحد الأدنى الذي يطالب به المستثمر المالي (مانحو الأموال سواء كانوا دائنين أو مساهمين) الجهة الممولة نظير التضحية بأموالهم، والتي ترتفع كلما ارتفعت المخاطر، ويمثل هذا المعدل مردودية من وجهة نظر المستثمرين ونفس هذا المعدل يمثل تكلفة من وجهة نظر المؤسسة، والتي تعرف بتكلفة رأس المال (تكلفة الموال الخاصة وتكلفة الديون).

تأسيسا على ما سبق، وانطلاقا من انخفاض تكلفة التمويل من خلال الاستدانة عن مثيلتها المتعلقة بالموال الخاصة**، فإن زيادة الاعتماد على الديون في هيكل التمويل من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض التكلفة الإجمالية للتمويل (تكلفة راس المال)، الأمر الذي يساعد في تعظيم قيمة المؤسسة. وعليه تنخفض تكلفة رأس المال كلما زاد حجم الديون في الهيكل المالي، وذلك حتى الوصول إلى أدنى حد لها وذلك عند مقاربتها لتكلفة الديون، إذ يتأتى ذلك عند الاعتماد الكامل على الديون، لتصل قيمة المؤسسة لأقصى حد لها، وعند ذلك نكون بصدد الهيكل المالي الأمثل الذي يقره أصحاب هذا المدخل.

الشكل رقم (06-01): العلاقة بين تكلفة التمويل ونسبة الاقتراض حسب مدخل صافي الربح



المصدر : إبراهيم الدسوقي عبد المنعم ،مرجع سبق ذكره ، ص : 118.

يلقى هذا المدخل انتقادا هاما يرجع للافتراض الذي يقوم عليه والمتمثل في ثبات معدل المردودية المطالب به من طرف الممولين بغض النظر عن تغير هيكل التمويل، الذي يعد أمرا بعيدا عن الواقع العملي، لأن المستثمرين سواء كانوا مقرضين أو مساهمين سيرفعون حتما من معدلات مردوديتهم نتيجة لتزايد الديون في هيكل التمويل التي ستزيد من المخاطر المالية المصاحبة للمؤسسة مما يجعل المقرضين والمساهمين يطالبون بعلاوة لتعويضه ضمن معدل المردودية المطلوب، ومن ثم نجد أن تكلفة التمويل (معدل) التي تتحملها المؤسسة سترتفع.

ب- المدخل التقليدي:

يؤيد هذا المدخل فكرة وجود هيكل مثالي كسابقه، غير أنه يحاول تجاوز الانتقاد الذي مس الافتراض الذي يقوم عليه المدخل السابق، إذ يفترض هذا المدخل أن معدل المردودية المطالب به من

**- يرجع انخفاض تكلفة الديون (معدل) عن مثيلتها المتعلقة بالأموال الخاصة إلى ارتفاع المخاطر المصاحبة للأموال الخاصة التي يحتمل أن يتعرض لها المساهمون بالمقارنة مع المخاطر المتعلقة بالديون، وذلك بسبب أن العوائد المرتبطة بالأموال الخاصة نجدها في علاقة مع نتيجة المؤسسة (خسارة أم ربح)، بينما العائد المتعلق بالديون نجده ثابت،... .

طرف الممولين سيرتفع عندما يرتفع حجم الديون في الهيكل المالي كنتيجة منطقية تفسر المطالبة بتعويض المخطر الناجم عن ذلك، وبذلك يحاول أصحاب هذا المدخل أن يكونوا أكثر واقعية.

ولا يختلف الأسلوب المتبع في التحليل لأصحاب هذا المدخل في عمومه عن نظرائهم أصحاب المدخل السابق في البرهنة على وجود هيكل مالي مثالي، إذ في نظرهم تبقى تكلفة التمويل عن طريق الاستدانة ثابتة إلى حد معين –بالرغم من ارتفاع الاستدانة (الرفع المالي)-، لتبدأ في الارتفاع بزيادة حجم الاستدانة في الهيكل المالي (الرفع المالي) كنتيجة منطقية لارتفاع معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين*.

وعليه، فإن تكلفة التمويل (رأس المال) ستنخفض في البداية بصورة تدريجية متناسبة مع زيادة حجم الاستدانة إلى حد معين ينعطف معه مسار تكلفة التمويل نحو الارتفاع كلما زاد حجم الاستدانة. ويطلق على نسبة الاستدانة التي يتحول عندها اتجاه تكلفة التمويل بنسبة الاستدانة المثالية[25]، التي يكون عندها الهيكل المالي الأمثل حسب هذا المدخل.

ولتفسير ما سبق، يمكن الاستعانة بالشكل أدناه رقم (06-02) الذي يبين أن التكلفة الكلية للتمويل (تكلفة رأس المال) تنخفض بزيادة نسبة الاستدانة إلى أن تصل إلى النقطة (ك)، وذلك نظرا لانخفاض تكلفة التمويل عن طريق الاستدانة- وان تزايدت بدرجة منخفضة نسبيا- مقارنة بتكلفة التمويل للأموال الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل الكلية حتى النقطة (ك)، ثم ما تلبث أن تأخذ هذه التكلفة-بعد تلك النقطة- في الارتفاع، ذلك أنه على الرغم من مساهمة التمويل عن طريق الاستدانة في خفض التكلفة الكلية باعتباره مصدرا رخيصا نسبيا، إلا أنه في ذات الوقت تأخذ تكلفة التمويل من خلال الأموال الخاصة في الارتفاع بمعدلات كبيرة تفوق مقدار الوفورات الناتجة عن الاستدانة، وهو ما ينعكس أثره النهائي على ارتفاع التكلفة الكلية للتمويل[26]، الذي ينجر عنه تخفيض في قيمة المؤسسة.

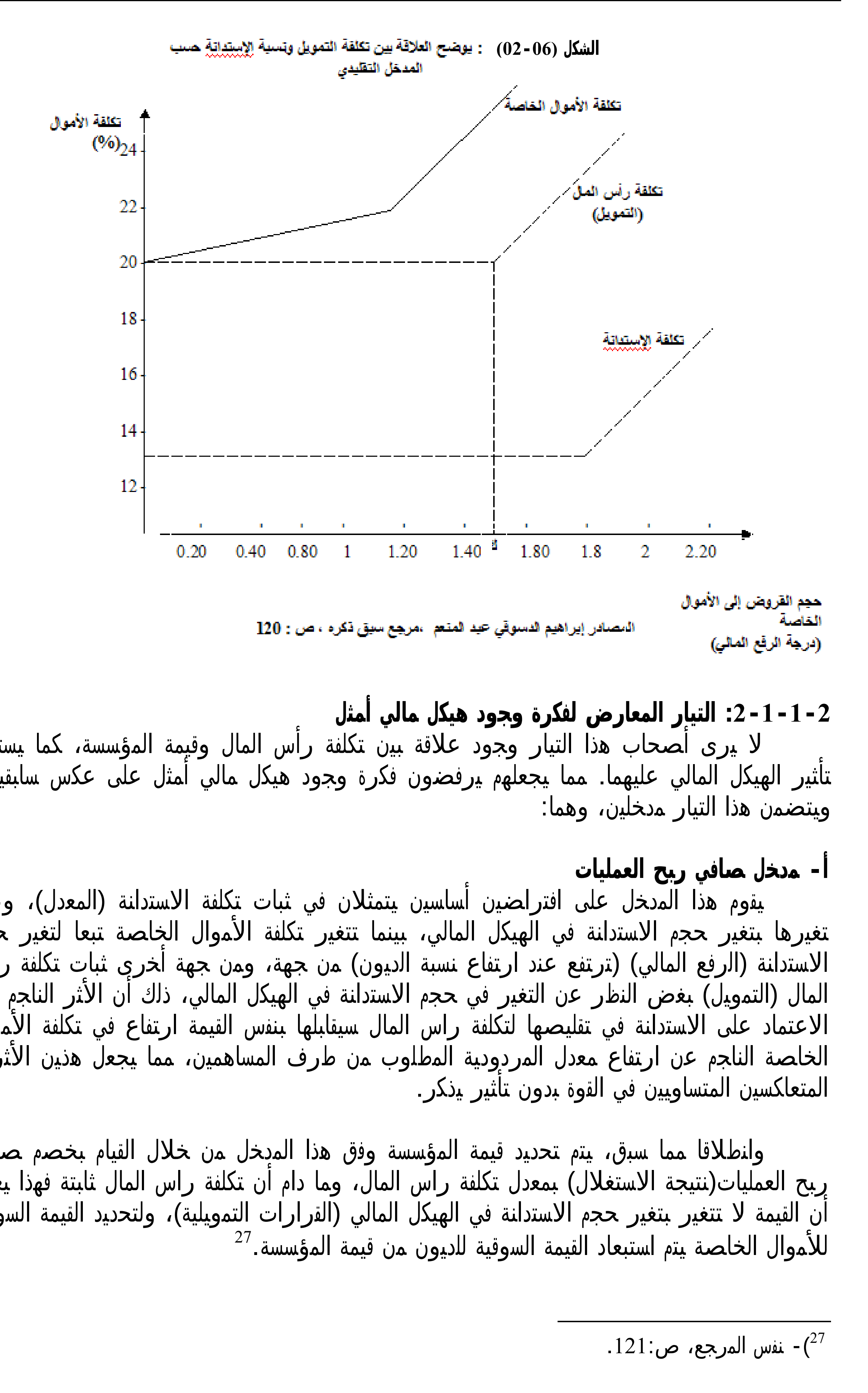
---

*- يرتفع في هذه الحالة معدل المردودية المطلوب نتيجة للمطالبة بعلاوة مخاطر ناتجة عن الزيادة في الاستدانة في الهيكل المالي، نظرا لأنها تترجم في مخاطر تعرض المؤسسة للتوقف عن الدفع ومن ثم الإفلاس على سبيل المثال.

[25])- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص:650-651.

[26])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:119.

الشكل (02-06) : يوضح العلاقة بين تكلفة التمويل وتسية الإستدانة حسب المدخل التقليدي



المصادر إبراهيم الدسوقي عبد المنعم ،مرجع سبق ذكره ، ص : 120

2-1-1-2: التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل

لا يرى أصحاب هذا التيار وجود علاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة، كما يستبعد تأثير الهيكل المالي عليهما. مما يجعلهم يرفضون فكرة وجود هيكل مالي أمثل على عكس سابقيهم. ويتضمن هذا التيار مدخلين، وهما:

أ- مدخل صافي ربح العمليات

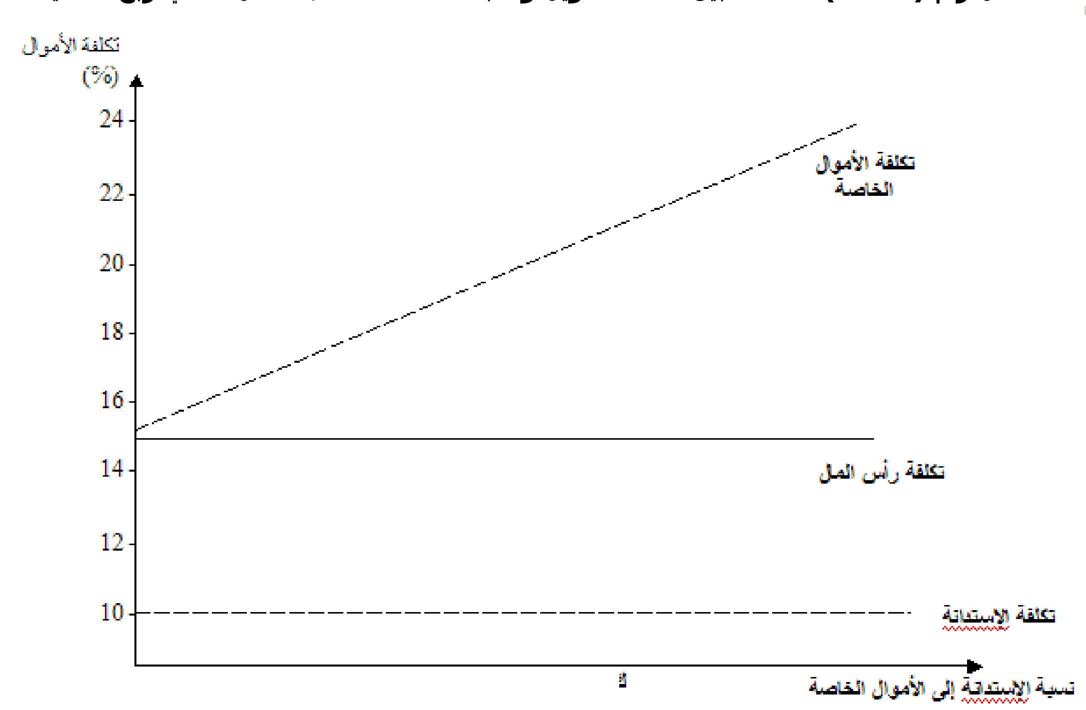
يقوم هذا المدخل على افتراضين أساسين يتمثلان في ثبات تكلفة الاستدانة (المعدل)، وعدم تغيرها بتغير حجم الاستدانة في الهيكل المالي، بينما تتغير تكلفة الأموال الخاصة تبعا لتغير حجم الاستدانة (الرفع المالي) (ترتفع عند ارتفاع نسبة الديون) من جهة، ومن جهة أخرى ثبات تكلفة رأس المال (التمويل) بغض النظر عن التغير في حجم الاستدانة في الهيكل المالي، ذلك أن الأثر الناجم عن الاعتماد على الاستدانة في تقليصها لتكلفة راس المال سيقابلها بنفس القيمة ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة الناجم عن ارتفاع معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين، مما يجعل هذين الأثرين المتعاكسين المتساويين في القوة بدون تأثير يذكر.

وانطلاقا مما سبق، يتم تحديد قيمة المؤسسة وفق هذا المدخل من خلال القيام بخصم صافي ربح العمليات(نتيجة الاستغلال) بمعدل تكلفة راس المال، وما دام أن تكلفة راس المال ثابتة فهذا يعني أن القيمة لا تتغير بتغير حجم الاستدانة في الهيكل المالي (القرارات التمويلية)، ولتحديد القيمة السوقية للأموال الخاصة يتم استبعاد القيمة السوقية للديون من قيمة المؤسسة.[27]

[27]- نفس المرجع، ص:121.

وعليه، لم يبق للمؤسسة إلا أن ترفع في صافي ربح العمليات لرفع قيمتها، وذلك يتأتى بالإدارة الجيدة للأصول الحقيقية (دورة الاستغلال) وبشكل أكبر عمليات الاستثمار، وانطلاقا من أن التأثير الناجم عن الاقتراض سوف يلغى عن طريق ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة يجعل من الاقتراض من عدمه سيان، مما جعل أصحاب هذا المدخل لا يعترفون بوجود هيكل مالي مثالي للمؤسسة.

الشكل رقم (06-03): العلاقة بين تكلفة التمويل ونسبة الاستدانة حسب مدخل صافي ربح العمليات



المصدر : إبراهيم منير هندي الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصرة ،مرجع سبق ذكره ، ص 650.

ب- مدخل النظرية الحديثة "لموديجلياني وميلار"[28]:

تندرج النظرية الحديثة لتفسير الهيكل المالي للمؤسسة التي قدمها "مودجلياني وميلار" في سياق النظرية المالية الحديثة، التي يعتبر "مودجلياني وميلار" من مؤسسيها البارزين، خاصة فيما يتعلق بجانب مالية المؤسسة[29]. بل أكثر من ذلك، إذ يشار لهما على أنهما مؤسسا الإدارة المالية الحديثة.[30]

وفي سياق إسهام "موديجلياني وميلار" بشان الهيكل المالي، نجد أنهما قدما نظرية الهيكل المالي بشكل أكثر تطورا عن ما سبق، إذ قدما طرحين أساسيين متتابعين، أولهما محاولة دراسة الهيكل المال في ظل عدم وجود الضرائب (موديجلياني، ميلار 1958)، أما الثاني الذي جاء في مرحلة لاحقة، حاولا دراسة الهيكل المالي في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسات[31] (موديجلياني وميلار، 1963)[32]. ليليه في نفس السياق تحليل "ميلار، 1977" بإدماج عنصر الضريبة على دخل المستثمرين[33]

[28]) - بالإضافة للمراجع السابقة، أنظر أيضا إلى:

- M.Albouy, Merton H.Miller : sa contribution à la finance d'entreprise, In Les grands auteurs en finance, Op.cit, PP :64-74.

[29]) - لمزيد من التفصيل أنظر الفصل التمهيدي من الأطروحة.

[30]) - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص:652.

[31]) - S.Rafiki et A.Sadq, Op.cit, P. 12.

[32]) - F. Modigliani and M-H.Miller, Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, The American economic review,53 June 1963, PP :433-443.

[33]) - للتعمق في هذه النقطة، أنظر على سبيل المثال إلى:=

ويعتبر الطرح الأول بداية التفكير الجديد بشأن الهيكل المالي الذي بموجبه حقق هذين الباحثين سبقا وفجرا ثورة في مجال مالية المؤسسة، لذا سنحاول أن نعطي مساحة أكثر لذلك، ولا يبقى الطرح الثاني سوى إعادة إدراج فرض جديد وواقعي سيؤثر بالتأكيد على نتائج التحليل الأول، وللإشارة فإن الأسلوب المتبع هو نفسه.

لذلك، فوفق هذا المدخل في شقه الأول (1958)، قدم هذان الباحثان تحليلا منطقيا ومبررا قصد إثبات عدم تأثر تكلفة رأس المال بتغير حجم الاستدانة في الهيكل المالي، ومن ثم عدم تأثر قيمة المؤسسة بذلك.

ولغرض القيام بدراستهما، انطلق الباحثان من مجموعة الافتراضات العامة السابق الإشارة لها، بالإضافة إلى افتراضات خاصة بتحليلاتهما، والمتمثلة في ما يلي[34]:

- توافر سوق راس مال ذو كفاءة تامة، بحيث يتمكن المستثمر من شراء وبيع ما يحتاجه من أوراق مالية بصرف النظر عن الكمية التي يرغب في شرائها، وكذلك توافر المعلومات والبيانات الخاصة بالشركات بدون أي تكلفة، بالإضافة إلى توافر إمكانية قيام المستثمر بالاقتراض في ضوء نفس الشروط التي يمكن للشركة الاقتراض بموجبها؛
- تمتع المستثمر بصفة الرشادة؛
- إمكانية تصنيف الشركات إلى مجموعات أو شرائح خطر متجانسة تبعا لدرجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، بحيث تتعرض كل شركة داخل أي مجموعة لنفس درجة المخاطر الخاصة بالشركات الأخرى داخل نفس المجموعة، مع إمكانية تصنيف الشركة داخل المجموعة الملائمة لها.

وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها عدم وجود أي تأثير يذكر لقرار الاستدانة على قيمة المؤسسة، وذلك في ظل عدم وجود ضريبة تفرض على أرباح تلك المؤسسة. وطالما أن قيمة المؤسسة تتمثل في مجموع القيم السوقية لاستثماراتها المختلفة، والتي تتحدد بدورها في ضوء كل من العائد المتوقع الحصول عليه من تلك الاستثمارات، والمخاطر المرتبطة بذلك العائد، ومن ثم فلا ينبغي أن تختلف تلك القيمة الكلية المحددة لهذه المؤسسة عن مجموع القيم السوقية لاستثماراتها، وذلك بصرف النظر عن هيكلها التمويلي[35]. إذ مهما كان الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي، فإن قيمة المؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، سواء ذهبت أرباح تلك الاستثمارات إلى ملاك المؤسسة(حالة تمويل الاستثمارات بالأموال الخاصة) أو شاركهم فيها المقرضون من خلال ما يحصلون عليه من فوائد (حالة التمويل الجزئي للاستثمارات بأموال مقترضة)[36].

ما سبق، يبين تأثر قيمة المؤسسة بالقرارات الاستثمارية لإدارتها، وليس لقراراتها التمويلية[37]، مما يجعل إمكانية رفع قيمة المؤسسة ترتبط بسياسة المؤسسة الاستثمارية والقرارات المرتبطة بها،

=-منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص ص:679-697.

-- M.Albouy, Merton H.Miller : sa contribution à la finance d'entreprise, In Les grands auteurs en finance, Op.cit, P. 73-74.

[34]-F. Modigliani and M.Miller, The cost of capital:corporation finance and the theory of investment, In:

- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:122

[35])- نفس المرجع، ص:122.

[36])- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص:653.

[37])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:122.

والتي تمثل الجانب القديم في النظرية المالية والحقيقي الذي يمثل الثروة الفعلية ممثلة في زيادة قيم مضافة معبر عنها بأصول حقيقية، أما عن القرارات التمويلية من حيث الاختيار بين الاستدانة والأموال الخاصة سوف لن تأثر على قيمة المؤسسة ويبقى الأهم والمهم هو تمويل برنامج الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة مصادره، إلا أن هذا الاستنتاج –فيما يرتبط بالتمويل- يكون صحيحا حسب نتائج الدراسة في حالة عدم وجود ضرائب متعلقة بأرباح المؤسسات.

وتأسيسا على ما سبق، فقد خلصت الدراسة إلى أنه في حالة تماثل مؤسستين في حجم الدخل المحقق مع انتمائهما لنفس شريحة الخطر، واختلافهما في الهيكل التمويلي الخاص بهما فقط، فلا بد ان تتساوى -في مثل هذه الحالة- قيمتاهما[38].

ولكي يوضح "مودجلياني وميلر" فكرتهما استخدما فكرة الموازنة أو المراجحة بين المؤسسات التي تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها من جهة، وبين المؤسسات التي تعتمد في ذلك على خليط من القروض والأموال الخاصة من جهة أخرى، إذ افترضا وجود مؤسستين متماثلتين في جميع الجوانب -بما في ذلك انتماؤهما لنفس شريحة الخطر- في ما عدا تشكيلة هيكلهما المالي، إذ تتميز مؤسسة بتمويلها الكامل بالأموال الخاصة (المؤسسة الأولى)، بينما تعتمد الأخرى (المؤسسة الثانية) على مزيج من الأموال الخاصة والديون في هيكلها المالي. ويهدف هذا الإجراء في جعل جميع الخصائص متشابهة من حيث حجم الاستثمارات و نفس التعرض للمخاطر،...، للمؤسستين لتحييد تأثيراتها المحتملة في اختلاف قيمتيهما ودراسة وتحليل مدى تأثير اختلاف تشكيلة هيكليهما الماليين على قيمتيهما.

فبالنظر لانخفاض تكلفة راس المال للمؤسسة المعتمدة على مزيج تمويلي في هيكلها المالي بسبب وجود الديون، نجد أن قيمتها تكون مرتفعة بالمقارنة بالمؤسسة الأخرى (الأولى)، مما يدفع ببعض المستثمرين الماليين في المؤسسة الثانية ببيع أسهمهم أو جزء منها قصد شراء نفس عدد الأسهم السابق امتلاكه بالمؤسسة (الثانية) في المؤسسة الأولى (المحافظة على محفظتهم الاستثمارية من حيث نسبة الاستثمار) مع حصولهم على فرق بين القيمتين في شكل نقود سائلة، أو شرائهم عدد من أسهم المؤسسة الأولى يفوق عدد الأسهم السابق امتلاكه في المؤسسة الثانية، ويتحقق ذلك من خلال استعمال الرافعة المالية الشخصية التي يقوم بها المستثمر التي تتساوى في نسبتها مع هيكل المؤسسة الثانية التي تحوي على مزيج بين الأموال الخاصة والديون[39].

ينتج عن ذلك بأن يحقق هؤلاء المستثمرون نفس مقدار العائد السابق المحتمل تحقيقه، ولكن بقدر منخفض من الاستثمار، ودون زيادة في حجم المخاطر -الناجمة عن زيادة الاستثمار- الممكن التعرض لها، وهذا في حالة شرائهم لنفس عدد الأسهم التي كانوا يمتلكونها، أو نجدهم سيحققون عوائد أكبر، في حالة شرائهم لعدد اكبر من الأسهم التي كانوا يمتلكونها (نفس حجم الاستثمار السابق).

غير أن هذه المزايا-السابقة الذكر- التي سيتمتع بها مستثمرو المؤسسة الثانية ستدفعهم جميعا لبيع أسهمهم، مما يجعل من العرض يتفوق على الطلب، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية، وفي نفس الوقت فمحصلة هذا البيع ستوجه لشراء أسهم المؤسسة المعتمدة على الأموال الخاصة فقط في هيكلها المالي (الأولى)، مما يدفع بقيمتها السوقية نحو الارتفاع، ويبقى هذا الأمر على

---

[38])- F. Modigliani and M.Miller, The cost of capital: corporation finance and the theory of investment,.In:
- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص ص: 122-123.

[39])- لفهم فكرة المراجحة، أنظر التحليل بالاستعانة بالمثال الرقمي المقدم من طرف: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص ص: 654-657.

هذه الصورة إلى الحد الذي تتساوى فيه قيمتا المؤسستين. ليتحقق مفهوم المراجحة الذي يحقق التوازن بين القيم السوقية للمؤسسات المتماثلة، بغض النظر عن تباين هياكلها المالية[40].

تندرج نتائج ما سبق في ظل وجود الضرائب التي تمثل الأطروحة الأولى والمؤسسة لمدخل "موديجلياني وميلر" في مجال الهيكل المالي، وفي ما سيأتي سنستعرض لأطروحتهما الثانية التي تعتبر امتدادا وتطويرا للأولى. وقد جاء هذا الإسهام في مقالهما (موديجلياني وميلر، 1963)، إذ حاولا فيه تبيان أثر إدراج الضرائب على أرباح المؤسسات على فكرتهما السابقة المبنية على مفهوم المراجحة.

فانطلاقا من أن الضرائب ينتج عنها ما يعرف بأثر الوفرات الضريبية؛ التي تعني تقليص الضريبة على أرباح المؤسسة، بالنظر لاحتسابها ضمن الأعباء التي تمثل الوعاء الضريبي، سيؤدي ذلك بأن تكون قيمة المؤسسة التي يكون هيكلها المالي في شكل مزيج بين الأموال الخاصة والديون أعلى من نظيرتها/نظيراتها المماثلة لها تماما (شريحة الخطر، نفس الحجم،...) في ماعدا اعتمادها في هيكلها المالي على الأموال الخاصة فقط، إذ يتمثل الفرق بين قيمتيهما في القيمة الناتجة عن الوفرات الضريبية الناتجة عن الاعتماد على الاستدانة في الهيكل المالي، والتي تساوي القيمة الحالية لمقدار تلك الوفرات.

وعليه، وبناء على فكرة المراجحة فإنه ليس من المتوقع أن يتغير الفرق بين قيمة المؤسستين عن القيمة الحالية لتلك الوفرات، ذلك أنه في حالة تغير ذلك الفرق عن تلك القيمة، فإن عملية المراجحة -السابق بيانها- سوف تتكفل بإعادة التوازن بين قيمتي المؤسستين[41].

وعموما، تزداد في ظل شريحة مخاطر معينة قيمة المؤسسة كل ما زاد اعتمادها في هيكلها المالي على الديون[42]، ليصبح الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة هو ذلك المعتمد بشكل مطلق على الديون، باعتباره يحقق أدنى تكلفة راس مال ممكنة، والتي تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى[43].

ويمكن حساب قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي على مزيج بين القروض والأموال الخاصة وفق المعادلة التالية[44]:

$$ش = ش^* + ر . ض$$

حيث أن:

- "ش" :تمثل قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي ديونا إلى جانب الأموال الخاصة؛
- "ش*": تمثل قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط؛
- "ر": تمثل قيمة الأموال المقترضة؛
- "ض": تمثل معدل الضريبة على أرباح المؤسسات؛

---

40)- F. Modigliani and M.Miller, The cost of capital:corporation finance and the theory of investment.In:
- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص: 123.

41)- نفس المرجع، ص: 125.

42) - S.Rafiki et A.Sadq, Op.cit, P 12.

43 - F. Modigliani and M-H.Miller, Corporate income taxes and the cost of capital: A correction,.In:
- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:124.

44)- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص: 659.

- القيمة "ر.ض": تمثل القيمة الحالية للوفرات الضريبية (الاقتصاد في الضريبة)، والتي تحسب أيضا وفق المعادلة التالية:

القيمة الحالية للوفرات الضريبية= ر.ف.ض/ف = ر.ض

حيث يمثل بسط هذه المعادلة الوفرات الضريبية السنوية المتوقعة وهي تساوي قيمة الفوائد (ر.ف) مضروبة في معدل الضريبة (ض). أما مقام المعادلة فيمثل سعر الفائدة على القروض، والذي يستعمل كمعدل استحداث يتم وفقه استحداث الوفرات الضريبية السنوية المتوقعة، حيث أنه تم اعتبارها توقعات سنوية متساوية تحدث إلى ما لانهاية، وهذا ما يوافق الافتراض الذي يعتبر أن السندات من النوع الدائم الذي ليس له تاريخ استحقاق شأنها شأن الأسهم. وقد تم استخدام "ف" كمعدل استحداث والذي يساوي في نفس الوقت سعر الفائدة على القرض، كنتيجة للافتراض القائل بعدم وجود تكلفة للإفلاس، مما يجعل من ثبات معدل المردودية المطلوب على الاستثمار في تلك القروض (معدل الاستحداث) والمساوي لسعر الفائدة على القرض.

2-1-2: الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس والوكالة[45]

يلاحظ من التحاليل السابقة المقدمة بشأن الهيكل المالي، خاصة النظرية الحديثة منها، أنه بالرغم من المزايا التي يمكن أن تحدث بسبب اللجوء للاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، الناجمة عن الاقتصاد في الضريبة (الوفرات الضريبية) المحقق، والذي ينعكس بشكل إيجابي على رفع قيمة المؤسسة، غير أن استعمال الاستدانة في تمويل المؤسسة ستصاحبها بعض التكاليف التي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة، الأمر الذي يستدعي أخذها بعين الاعتبار عند تحليل الهيكل المالي، بالنظر لقربها لواقع المؤسسات. وتعتبر تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة الجانب السلبي في الاعتماد على الديون في التمويل.

تنتج تكلفة الإفلاس عن احتمال تعرض المؤسسة لمخطر الإفلاس الذي يعني عدم مقدرة المؤسسة عن الوفاء بالتزاماتها تجاه الأطراف الممولة لها. فإذا تعرضت المؤسسة للإفلاس فإنه ينتج عنه تكاليف قانونية، إدارية و كذلك تكاليف فرص ناجمة عن فقدان الثقة من طرف المساهمين.[46] وتزيد درجة هذا المخطر كلما زاد ثقل الديون في حجم الهيكل المالي، الأمر الذي يجعل من ممولي المؤسسة (سواء كانوا دائنين أو مساهمين) يقدمون على المطالبة بمعدل مردودية عال يترجم زيادة المخاطر (زيادة علاوة المخاطر)، مما يعكس أثرا طرديا على تكلفة راس المال، ومن ثم انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة.

كما نجد أن اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي، يعد من المصادر التي يتولد عنها جزء من المشاكل الخاصة بتكلفة الوكالة[47] والمرتبط بين المساهمين(وكيل) والدائنين(أصيل)*، على

---

45)- لمزيد من التفصيل اكثر أنظر على سبيل المثال إلى:
- نفس المرجع، ص:666-673.
- S.Rafiki et A.Sadq, Op.cit, PP :14-17.

46)- Ibidem, P :14.

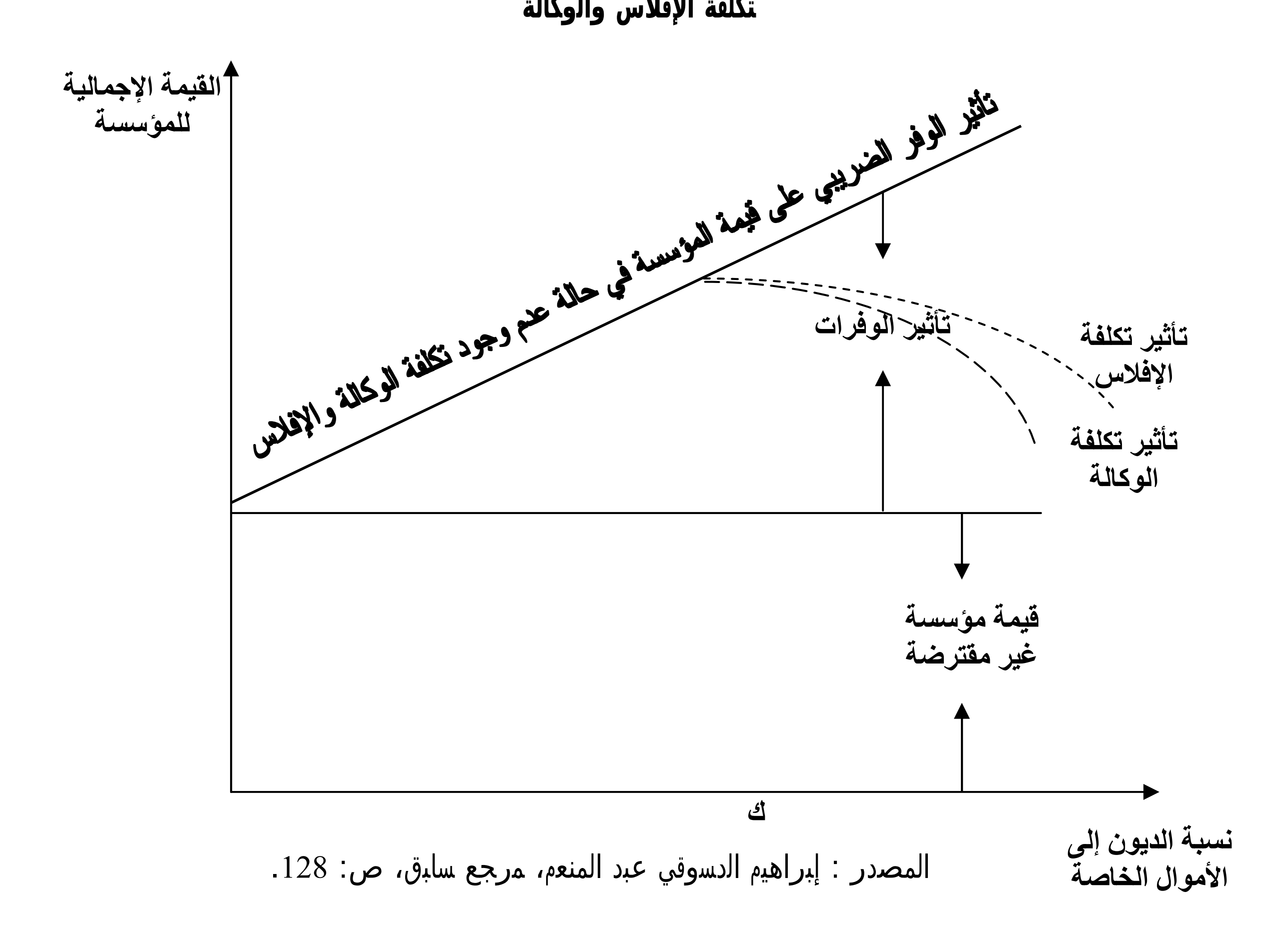
47)- للتوسع أكثر في موضوع الوكالة وعلاقته بالهيكل المالي، أنظر على سبيل المثال إلى:
- C.Njiokou, Relations d’agence et structure financière des entreprises : théorie et testes empiriques, Thèse pour le doctorat nouveau régime en sciences de gestion, Non publié, Université Pierre Mendes France Grenoble, 1994.

*- نقصد بالأصيل هو الشخص الذي وكل مصالحه لشخص آخر سمي بالوكيل، وتعبر الوكالة عن عقد يتم بموجبه توكيل شخص لشخص آخر بمقابل، قصد أن يرعى له مصالحه، أما تكلفة الوكالة فتنتج عن انحراف الوكيل عن أداء دوره مما ينجر عنه تكاليف، كأن يقوم بصرف مبالغ إضافية لتحفيزه، أو عمل أجهزة مراقبة عليه، أو الزج بالمؤسسة=

اعتبار ظهور تعارض محتمل بين مصالح المساهمين من جهة، والدائنين من جهة أخرى، حيث قد تتصرف الإدارة باعتبارها وكيلا على المساهمين تبعا لمصلحة مساهمي المؤسسة على حساب مصالح الدائنين. لذلك يلجأ الدائنون إلى متابعة الأمور التي تجري داخل المؤسسة بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، الأمر الذي قد يترتب عليه تحملهم تكاليف مقابل هذه المهمة، التي تدفع بهم إلى الرفع من معدل المردودية المطلوب، مما ينعكس أثره على ارتفاع تكلفة رأس المال، ومن ثم انخفاض قيمة المؤسسة.

ويمكن أن نبين العلاقة بين قيمة المؤسسة والاستدانة في ظل وجود تكلفة الإفلاس والوكالة في الشكل التالي:

الشكل رقم (06-04): العلاقة بين قيمة المؤسسة وحجم الاستدانة في الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر : إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص: 128.

وعموما، في الواقع العملي خاصة مع وجود ضرائب على أرباح المؤسسات، بالإضافة لتكاليف الإفلاس والوكالة، يصبح تأثير الهيكل المالي على تكلفة راس المال ومن ثم على قيمة المؤسسة ممكنا.

=نحو مشاريع ذات درجة مخاطر عالية، مما يجعل الدائن -الذي يحصل على عوائد ثابتة- أمام إمكانية تعرضه لمخاطر، بينما المساهم سيأخذ عائدا متغيرا قد يربح بمقدار تلك المخاطر، الأمر الذي يدفع بالدائن من رفع معدل المردودية المطلوب ... .

2-2- سياسة توزيع الأرباح:

تتمثل سياسات التوزيع في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها[48]، لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، وبذلك نجد أن هذا القرار بشأن توزيع الأرباح، علاوة على إمكانية تأثيره على قيمة المؤسسة، له تأثير على حجم تمويل مهم بالمؤسسة ذو تكلفة قليلة بالمقارنة بالمصادر الأخرى (الاستدانة أو زيادة راس المال)*، مما يجعل القرارات بشأن توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي لا تقل أهمية عن قراري الاستثمار والتمويل والتي نجدها قد أخذت قسطا وافرا من الدراسات في النظرية المالية، خاصة في شقها الحديث، لذلك فقد حظيت بنظريات تحاول تفسيرها تندرج في ما يعرف في الأدبيات المالية بنظرية توزيع الأرباح Théorie de dividende .

بالنظر لما سبق، يمكن أن يرى لسياسة توزيع الأرباح من زاويتين، تتمثل الزاوية الأولى في تأثير قرار التوزيع على التمويل الذاتي للمؤسسة، ومن ثم على تمويل الاستثمارات من مصدر رخيص(أو تكاد تنعدم) التكلفة، أما الزاوية الثانية، فتتمثل في دراسة قرار توزيع الأرباح من وجهة نظر السوق المالي، لما لذلك من إعطاء إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، والتي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة Théorie de signal أو المحتوى الإعلامي Contenue informationnel ، يضاف لها ما يترتب على قرار التوزيع من التأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة- كما سبق الإشارة له في الزاوية الأولى- ليجعل من هذه القرارات تحظى بأهمية بالغة، ليس عند مالكي المؤسسة ومسيريها فقط ، بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين.

وأمام شبه إلزامية المؤسسات المسعرة بتوزيع الأرباح - للوفاء برغبة ملاكها في الحصول على عوائد نقدية*** بصورة دورية، وباعتبارها مؤشرا جيدا لأدائها**، فعادة ما يتاح لتلك المؤسسة مصدرين يمكنها الاستناد إليهما لتمويل تلك التوزيعات، يتمثل أولها في المصدر الداخلي المتمثل في الجانب التقليدي الناتج عن عمليات استغلال المؤسسة، في حين يتمثل ثانيهما في المصدر الخارجي المتمثل إما في القيام بإصدار أسهم جديد، أو الاستدانة، غير أن قرار اختيار مسيري المؤسسة لأي من هذين المصدرين ليس بالأمر الهين[49].

---

[48])- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص:699.

*- للتذكير هناك نظرية تسمى بنظريات الالتقاط التدريجي للتمويل Théories de financement hiérarchiques عرفت في نماذج، حيث يعتبر كل من نموذج "ويليامسن، 1988" و"مايرز، 1990" من أهم وأشهر هذه النظريات، إذ تحاول هذه النظرية المفاضلة بين مصادر التمويل، حيث ترتب التمويل الذاتي أولا باعتبار تكلفته أقل، ثم تأتي الديون، ليأتي بعد ذلك طرح الأسهم، وعليه فهذه النظرية حاولت إعطاء تحليل آخر لهيكل تمويل المؤسسة المناسب. لمزيد من الاطلاع على هذه النظرية، أنظر على سبيل المثال إلى:

- S.Rafiki et A.Sadq, Op.cit, PP : 18-21.

***- ليس شرطا أن تكون التوزيعات المقدمة إلى المساهمين في شكل نقدية، فقد تقوم المؤسسة بالاستعانة بمجموعة من البدائل كـ: توزيع اسهم مجانية، خفض القيمة الاسمية للسهم و إعادة شراء أسهم المؤسسة. للاطلاع أكثر حول هذه البدائل أنظر على سبيل المثال:

- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية الحديثة: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص ص: 722-729.

**- يتحتم على المؤسسات المدرجة في البورصة لإعطاء إشارة جيدة عن أدائها، المحافظة الدورية (كل سنة) على تسليم توزيعات الأرباح ليؤثر ذلك على ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها، لذلك فتتبع سياسة توزيع تراعى فيها الظروف المفاجئة التي قد ينتج عنها خسائر من الأهمية بمكان، كما لابد لها أن تظهر استقرار حجم توزيع الأرباح أو تطورها المستمر.

[49])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:130.

بالنسبة للنظريات التي يستند عليها مسيرو المؤسسة في اختيار سياسة التوزيع الخاصة، تتمثل في ثلاث نظريات. حيث أن الأولى تتمثل في مفهوم نظرية توزيع الفائض المتبقي، والتي تمثل الأساس الذي ترتكز عليه هذه السياسة في غالبها، والتي تمثل أولى النظريات التي حاولت الإجابة على السؤال الذي مؤداه؛ كيف تتحدد نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها؟[50]. ومع تطور النظرية المالية خاصة في علاقة المؤسسة المسعرة بجمهور المستثمرين في البورصة، ظهرت نظريتين لا تقلان أهمية عن السابقة في تفسيرهما لسياسة توزيع الأرباح، والمتمثلتان في نظرية التأثير الضريبي ونظرية المحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات (نظرية الإشارة). والتي يمكن استعراضها كما يلي:

2-2-1-نظرية توزيع الفائض المتبقي:

تقضي هذه النظرية بأن المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح، إذا كان معدل العائد المتأتي من استثمارها عن طريق المؤسسة أكبر من معدل العائد الذي كان يمكن للمستثمر تحقيقه من حصيلة تلك الأرباح الموزعة واستثمارها بنفسه. وعليه، لا يمانع المستثمر من احتجاز الأرباح في حالة تساوي معدل العائد المتوقع على الاستثمار على الأقل مع معدل العائد المطلوب من طرفه[51].

وبناء على هذه النظرية، فإنه إذا كان لدى المؤسسة برامج استثمارية يفوق معدل العائد فيها معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن على إدارة المؤسسة احتجاز ما تحتاجه من تمويل استثماراتها –ذات العائد العالي-، وما تبقى بعد ذلك يمكن توزيعه على المساهمين، أما إذا لم يتبق فهي غير مجبرة على التوزيع[52]. وذلك باعتبار أن المساهمين راشدين، فهم يفضلون تعظيم ثروتهم من خلال الاستثمار في المجالات ذات العائد الأكبر، ومادامو يملكون حصة في المؤسسة فهم بذلك يعظمون أرباح المؤسسة في المستقبل للتضاعف أرباحهم بدلا من أخذ الأرباح في شكل توزيعات ذات عائد أقل من استثمارات المؤسسة، مما يقودهم من تجنب تكلفة الفرصة البديلة.

يتبين من هذه النظرية، ومن خلال تسميتها بالفائض، أن التوزيعات لا تخرج عن كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح، التي تتحدد بناء على قرارات الاستثمار. وعليه، فإذا كان للقيمة السوقية لأسهم المؤسسة أن ترتفع، فذلك يرجع في الأساس إلى وجود برامج استثمارية يتولد عنها عائد يفوق العائد المطلوب، بينما يبقى إجراء توزيعات للأرباح من عدمه غير مؤثر على قيمة المؤسسة[53].

يصبح قرار التوزيعات وفق هذه النظرية، قرارا تابعا لقرارات الاستثمار، إذ تتوقف على مدى وجود الاستثمارات ذات العائد المرتفع بالمقارنة بالعائد المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الفرصة البديلة)، فإذا تعذر عدم امكانية استثمار المؤسسة للأرباح بمعدل يكون على الأقل مساويا للعائد المطلوب سيتم توزيعها.

2-2-2- نظرية التأثير الضريبي:

وفق هذه النظرية، يفضل المساهمون عدم قيام إدارة المؤسسة بتوزيع الأرباح المحققة في حالة ارتفاع معدلات الضريبة المفروضة على الدخل مقارنة بمعدلات الضريبة على أرباح المؤسسات، في حين أنهم يفضلون اتخاذ الإدارة لقرار التوزيع في الحالة العكسية، ولعل السبب في ذلك هو رغبة

---

[50])- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية الحديثة: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص: 699.
- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:135.

[51])- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية الحديثة: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص: 699.

[52])- نفس المرجع، ص: 699.

[53])- نفس المرجع، ص: 699.

الملاك في تعظيم صافي الدخل الذي يحصلون عليه من مؤسساتهم[54]، فهم يحتفظون بالأرباح لدى المؤسسة في الحالة الأولى باعتبارهم يملكون حصة فيها، فبذلك تتعاظم ثروتهم بسبب التفضيل الضريبي بين الضريبة على الدخل والضريبة على الأرباح (اقتصاد في الضريبة) على مر السنوات مع بقاء نفس الظرف، وفي الحالة العكسية فأخذ التوزيعات يكون ذا جدوى، لأن تركها سيترتب عليه تمويل مشاريع، ستخضع أرباحها لضرائب أعلى بالمقارنة بضرائب الدخل.

غير أن ما سبق، قد يطرح إشكالا في حالة تباين معدلات الضريبة على الدخل بالنسبة للمساهمين بالخصوص، والتي تكون في شكل ضريبة تصاعدية في أغلب الأحوال*، مما يؤدي بتضارب واختلاف اختياراتهم تجاه احتجاز الأرباح -لإعادة استثمارها- وبين القيام بتوزيعها، حيث سيبحث كل مستثمر على مصلحته في هذا الإطار، إذ يفضل المستثمرون الذين يخضعون لمجال (شريحة) مرتفعة بالمقارنة مع الضريبة على ربح المؤسسة، إعادة استثمار أرباحهم بدلا من أخذها في شكل توزيعات، بينما يفضل من يخضعون لشريحة ضريبية منخفضة الحصول على التوزيعات، فأمام هذا التباين سيتضرر أطراف على حساب أطراف أخرى وفق هذه النظرية، ويبقى القرار في النهاية لمجلس الإدارة أو قد يكون محل تصويت من طرف الجمعية العامة للمساهمين، أين يكون القرار في صالح الأغلبية.

2-2-3- نظرية المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح

تعرف هذه النظرية أيضا "بنظرية الإشارات"، حيث يمكن لإدارة المؤسسة التأثير على سوق الأوراق المالية، وبصفة خاصة في حالة اتصافه بحالة من عدم الكفاءة التامة**، وذلك من خلال إرسالها لرسائل أو إشارات معينة تؤدي إلى ترجمتها على أن المؤسسة تتمتع بأداء جيد، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأوراقها المتداولة[55].

وفي هذا السياق، فإن عدم إمكانية متابعة حملة الأسهم للنشاط الفعلي للمؤسسة، يكون السبب في متابعة سياسة المؤسسة بشأن التوزيعات كمؤشر لكفاءة المسيرين، وما تحققه من نجاح، حيث يؤدي إعلان إدارة المؤسسة عن توقعاتها بزيادة مقدار الأرباح الموزعة للسهم إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها في البورصة[56]، ونفس التأثير يحدث عند التوزيع الفعلي للأرباح، غير أن التوقعات الصادرة من طرف المؤسسة بما فيها ما تعلق بالتوزيعات هو الأمر الذي يحدد القيمة السوقية للسهم (القيمة انعكاس للمستقبل).

---

[54])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:136.

*- تكون الضريبة على الدخل في شكل ضريبة تصاعدية، أي أن المشرع يضع مجالات أو شرائح للدخل ترتفع فيها نسبة الضريبة كلما ارتفع الدخل، ليخضع أصحاب المداخيل المحدودة لضرائب أقل من ذوي الدخل المرتفع (الأغنياء) ، كما هو الحال بالنسبة للضريبة على الدخل الإجمالي في الجزائر IRG، بينما نجد أن أرباح المؤسسات تكون عموما في شكل نسبة موحدة، ففي الجزائر على سبيل المثال نجد أن الضريبة على أرباح الشركات IBS، التي تخضع لها شركات الأموال محددة بنسبة 25 بالمائة (بدأ تطبيق هذه النسبة على أرباح سنة 2006، بعدما كانت قبل ذلك 30 بالمائة).

**- تظهر فكرة الإشارة عند الشكل الذي لا تتمتع السوق فيه بكفاءة قوية، أين يظهر هناك ما يعرف في الأدبيات المالية "بعدم تماثل المعلومات" Asymétrie des informations لدى المسيرين والمستثمرين، وعليه قد يصبح أي قرار يصدر من المؤسسة محل تتبع من جمهور المستثمرين كإشارة جيدة أو سيئة عن أداء المؤسسة، فتوزيع الأرباح كقرار يتخذ قد ينظر له على أنه إشارة.

[55])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص: 137 (بتصرف).

[56])- M-H.Miller and F.Mogliani, Dividend policy : growth and the valuation of shares,. In:

- نفس المرجع، ص: 137-138.

وفي الواقع العملي، تقوم المؤسسات المدرجة في البورصة في كثير من الحالات بإعلان توقعاتها بشأن الأرباح، كما قد تقوم بإعادة تصحيح تلك التوقعات، فهذا الإجراء من شأنه أن يؤثر على قيمة المؤسسة بالارتفاع –طبعا- في حالة الزيادة، وما يفسر لجوء المؤسسة لذلك إنما يقع في خانة هذه النظرية التي يقصد منها إعطاء إشارات للسوق.

بعد استعراض هذه النظريات المفسرة لتوزيع الأرباح، يبقى التساؤل حول أهم عنصر تتمحور حوله النظرية المالية الحديثة، والمتمثل في قيمة المؤسسة، وعليه، فهل تتأثر قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أم لا؟، الأمر الذي يدعونا للوقوف على ما أفرزته النظرية المالية من دراسات ونتائج حول ذلك.

فكما نعلم، فإن توزيع الأرباح سينعكس عليه ارتفاع في قيمة أسهم المؤسسة، غير أنه في الوقت نفسه ستكون زيادة نسبة التوزيعات على حساب التمويل الذاتي الموجهة لتمويل استثمارات المؤسسة قصد التوسع، ومن ثم فإن هذا الإجراء من شأنه أن يخفض من معدل النمو المتوقع للمؤسسة في المستقبل، مما قد ينعكس في تحليلات المحللين الماليين ليخفضوا من قيمة السهم، فأمام هذا الأمر يظهر بأن هناك نسبة للترجيح فيما بين التوزيع أو الاحتفاظ بالأرباح لتمويل استثمارات المؤسسة.

وعليه، سنحاول أن نستعرض الدراسات التي قدمها الفكر المالي في هذا الشأن، من خلال البحث في أثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة. ففي هذا الإطار يوجد اتجاهين -على غرار الهيكل المالي- حيث أن الأول يذهب لمعارضة تأثير قرار التوزيع على قيمة المؤسسة، أما الثاني فيؤيد وجود تأثير على ذلك.

أ- التيار المعارض لتأثير قرار التوزيع على قيمة المؤسسة:

يعتبر ماقدمه "ميلر وموديجلياني، 1961" بشأن ذلك من الدراسات الرائدة، التي تضاف لإنجازهما المتعلق بالهيكل المالي، إذ تعتبر هذه الدراسة كامتداد طبيعي للدراسة السابقة، والتي تهدف في عمومها لمعرفة تأثير القرارات المالية (قرار التمويل في الهيكل المالي، ثم قرار توزيع الأرباح) على قيمة المؤسسة، كي تضاف لقرار الاستثمار –البين التأثير- والتي ثبت تأثيره على القيمة منذ النظرية المالية الكلاسيكية.

ولغرض القيام بدراستهما في هذا المجال، نجدهما استندا على مجموعة من الفرضيات، والمتمثلة في ما يلي[57]:

- كفاءة أسواق رأس المال، بحيث لا يوجد مستثمر يستطيع التأثير على حركة أسعار الأوراق المالية سواء كان بائعا أو مشتريا للأوراق المالية، وذلك إلى جانب توافر المعلومات بنفس الدرجة لجميع المتعاملين في السوق، مع انعدام وجود تكاليف إصدار، أو تكاليف للمعاملات، أو تأثير ضريبي نظرا لتساوي معدلات الضريبة المفروضة على الدخل والربح الرأسمالي (أرباح المؤسسات).
- اتباع المستثمر السلوك الرشيد من خلال السعي الدائم نحو تعظيم ثروته، وذلك بصرف النظر عما إذا كان ذلك يتم من خلال الحصول على توزيعات نقدية من المؤسسة، أو من خلال زيادة القيمة السوقية لما يمتلكه من أوراق مالية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.

[57])- M-H.Miller and F.Mogliani, Dividend policy : growth and the valuation of shares,. In:
- نفس المرجع، ص: 139

- عدم تغير السياسة الاستثمارية التي تتبعها المؤسسة، مع اعتمادها في تمويل خططها الاستثمارية على مصادر خلاف التمويل الذاتي، الأمر الذي لن يؤثر على درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، ومن ثم عدم تغير معدل العائد المطلوب تحقيقه.
- توافر ظروف التأكد التام لجميع المستثمرين فيما يتعلق ببرنامج الاستثمار المستقبلي، والأرباح المتوقعة لكل مؤسسة، وبذلك فليس هناك حاجة إلى التفرقة بين مصادر التمويل المختلفة.

ولقد خلصت هذه الدراسة باستعمال البرهنة والتحليل الرياضي، إلى عدم وجود تأثير يذكر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مما يجعل من قرارات الاستثمار هي الوحيدة المؤثرة عليها من خلال مردوديتها[58] (العوائد والتدفقات المستقبلية الناتجة عنها)– إذ يضاف ذلك إلى تحليلهم السابق المرتبط بعدم تأثير قرار الاستدانة في ظل عدم وجود الضرائب على قيمة المؤسسة-. ويحدث ذلك، في ظل عمل المؤسسة في حالة ظروف التأكد التام أو ظروف عدم التأكد، إذ يبقى الاستنتاج المتوصل إليه نفسه في كلا الحالتين[59] .

وبخصوص ثروة المستثمر، خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها هو أنه يتساوى في حالة ظروف التأكد التام حصوله على دخل في صورة توزيعات نقدية، ومن ثم زيادة ثروته بمقدار تلك التوزيعات، أو تحقيقه لأرباح رأسمالية في صورة ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم بمقدار الأرباح المحتجزة، ونظرا لعدم اهتمام المساهمين بسياسة التوزيع –بسبب عدم تأثيرها على ثروته- فعلى إدارة المؤسسة أن تختار سياسة التوزيع الملائمة لها، بينما في حالة ظروف عدم التأكد، فنظرا لإمكانية قيام المستثمر بتحديد سياسة التوزيع التي تناسبه بصورة منفصلة عن سياسة المؤسسة، حيث يمكنه بيع جزء من أسهمه –في حالة عدم كفاية توزيعات الأرباح المحققة- أو استخدام فائض التوزيعات في شراء المزيد من أسهم المؤسسة في حالة زيادة التوزيعات عن احتياجاته، فليس هناك أي تأثير لسياسة التوزيع على قيمة المؤسسة[60].

إن نتائج ما سبق، نجدها قد ارتكزت على افتراضات غير واقعية، مما نجد أنه قد يكون هناك تأثير لسياسة توزيعات الإرباح على قيمة المؤسسة، فنظرية المحتوى الإعلامي السابق الإشارة لها المفسرة لسياسة توزيع الأرباح توضح أن هناك إمكانية إيصال إشارات من طرف مسيري المؤسسة من خلال المعلومات للسوق المالي، حيث من شأنها أن تعطي انطباعا إيجابيا أو سلبيا يؤثر على توجهات المستثمرين، مما يؤدي لانخفاض قيمة أسهم المؤسسة أو ارتفاعها ، ومن ثم على قيمة المؤسسة ككل.

ب- التيار المؤيد لوجود تأثير لقرار التوزيع على قيمة المؤسسة:

لقي التيار المعارض لوجود تأثير لقرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة عدة انتقادات[61]، تصب أساسا في الافتراضات التي قام عليها هذا التيار (موديجلياني وميلر، 1961)*، إذ ترى بعدم

---

[58])- M.Albouy, Merton H.Miller : sa contribution à la finance d'entreprise, In Les grands auteurs en finance, Op.cit, P. 76-77.

[59])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:139.

[60])- نفس المرجع، ص: 139-140.

[61])- للاطلاع على هذه الانتقادات أنظر على سبيل المثال إلى:
- E.Solman and J.P.John, An introduction to financial management,. In:
- نفس المرجع، ص:140-141.

*- تعتبر دراسة (موديجلياني، وميلر، 1961) أهم دراسة مثلت هذا التيار، غير أن ذلك لا ينفي وجود دراسات أخرى عززت تلك النتائج، على غرار دراسة (ج.س.فان هورن، 1986،J.C.Van horne)=

واقعيتها، مما يفتح المجال لإمكانية تأثر قيمة المؤسسة بقرارات توزيع الأرباح. فهذه الانتقادات دفعت إلى ظهور تيار مضاد للتيار السابق- جاء بعده-، إذ يعتقد بوجود تأثير لقرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

وتعتبر دراسة (ج.أ. والتر، J.E.Walter 1963) من الدراسات الرائدة التي استهدفت دراسة وتحليل طبيعة العلاقة القائمة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، فبدراسة مجالات استخدام المؤسسة لتدفقاتها النقدية الصافية الناتجة عن عمليات التشغيل (الاستغلال)، وباستخدام التحليل الإحصائي، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين سياسة التوزيع التي تتبعها المؤسسة وقيمتها، باعتبار أن قيام المؤسسة بتوزيعات نقدية سوف يؤثر على حجم التدفق النقدي المتوقع تحقيقه مستقبلا، كما أن هذه العلاقة تظهر بصورة أكثر وضوحا في حالة اختلاف المعاملة الضريبية للدخل والتوزيعات، ووجود تكاليف خاصة بالمعاملات.[62]

يضاف للدراسة السابقة، دراسة (م.ج.قوردن، M.J.Gordon 1963)[63] التي تعد من ركائز ومن أوائل الدراسات ضمن هذا التيار، حيث تشير إلى أن قرارات المؤسسة بشأن توزيع الأرباح ستؤثر على ثروة المساهمين، ومن ثم على قيمتها. وقبل أن نعطي نتائج ما توصلت إليه هذه الدراسة، لا بأس أن نقدم الافتراضات التي قامت عليها، والمتمثلة في[64]:**

- عدم وجود تمويل خارجي، إذ تعتمد المؤسسة بالكامل على الأموال الخاصة لتمويل استثماراتها.
- عدم خضوع دخل المؤسسة أو المستثمر للضريبة.
- ثبات معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة، وكذلك معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين.
- ثبات معدل نمو المؤسسة، والذي يساوي نسبة الأرباح المحتجزة لكل وحدة نقدية من الربح المتولد، مضروبا في معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة.
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو.
- ثبات نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية.

ونجد أن (قوردن) اعتمد في تحليله والنتائج المتوصل إليها بهذا الشأن على النموذج الذي قدمه والمعروف بـ"بنموذج عصفور في اليد" "Bird in hand model". حيث يرتكز هذا النموذج على توقعات المستثمرين فيما يخص مردودية المؤسسة، ونمو توزيعات أرباحها، الأمر الذي يشير إلى أن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات التي يتوقع الحصول عليها في السنة القادمة تزيد عن درجة

=في: (إبراهيم الدسوقي عبد المنعم،1995)، (فان هورن، Van Horne 1998) في: (منير إبراهيم هندي، 2003) التي أيدت النتائج التي توصل إليها (موديجلياني وميلر،1961).

[62])- J.E.Walter, Dividend policy: It's influence on the value of the enterprise,. In:
- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص:141.

[63])- M.J.Gordon, Optimal investment and financing policy,. In:
- نفس المرجع، ص:141-142.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية الحديثة: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص ص: 712-714.

[64])- نفس المرجع، ص ص: 704-705.

**- يستعمل (قوردن) هذه الفرضيات لبناء نموذجه باستعمال التحليل الرياضي للوصول إلى صيغة معروفة باسمه إلى جانب "شابيرو"، لمزيد من الاطلاع عليها فقد تم الإشارة إليها في الفصل السابق من هذه الأطروحة، كما يمكن الاطلاع عليها كأسلوب لمعرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في:
- نفس المرجع، ص ص: 705-708؛712-714.

تأكده بشأن توقعاته للسنة التي تليها، وذلك على اعتبار أن درجة المخاطرة تعتبر دالة في الزمن، فكلما كانت التوقعات تحصل مبكرا، كلما كانت درجة التأكد مرتفعة (أو درجة عدم التأكد منخفضة).

وانطلاقا من أن العامل الذي يحدد قيمة المؤسسة هو القيمة الحالية الصافية لتدفقاتها المستقبلية، والتي تنعكس بدورها في التوزيعات حالة تمويل تلك المؤسسة بالأموال الخاصة فقط، فلا بد أن يتزايد معدل خصم (استحداث) تلك التدفقات من سنة إلى أخرى[65]، الأمر الذي ينجر عنه تأثير على قيمة المؤسسة، باعتبار أن قيمتها هي مجموع التدفقات (توزيعات الأرباح) المخصومة لمختلف السنوات (المدة المأخوذة)، وباعتبار أن معامل الخصم[**] متغير، إذ ينخفض كلما اتجهنا نحو المستقبل ليدل على تزايد حالة عدم التأكد، فإن قيم التدفقات المخصومة في حالة تساوي تلك التدفقات سنجدها تكون أكبر في السنة الأولى لتتناقص تدريجيا كلما اتجهنا نحو المستقبل. وعليه، تؤثر سياسة توزيع الأرباح وقرارات توزيعها -حسب هذه الدراسة، بل حسب هذا التيار عموما- في قيمة المؤسسة.

وبعد استعراض وتحليل وجهات نظر التيارين المؤيد والمعارض لتأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، يلاحظ بأن التيار المعارض مبني على افتراضات غير واقعية، والتي حاول التيار المؤيد تدارك جزء منها، ومن خلال البرهنة الرياضية والإحصائية توصل إلى وجود علاقة قوية بين قرارات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة. ففي الواقع العملي، نجد أن هناك الكثير من المتغيرات[66] التي من شأنها أن تجعل من قرارات توزيع الأرباح تؤثر بشكل سلبي أو إيجابي على قيمة المؤسسة، الأمر الذي يفرض على إدارة المؤسسة أن تتعامل وفقها بشكل يؤدي إلى تعظيم قيمتها؛ كتجنب عدم التأكد، إعطاء إشارات توحي بالأداء الجيد لإدارة المؤسسة،...الخ.

إن الدراسات في النظرية المالية في ما يتعلق بتوزيع الأرباح في الشق (التيار) المؤيد لتأثيرها على قيمة المؤسسة، معززة بما هو متوفر في الواقع العملي من خلال وجود مجموعة من المتغيرات التي من شأنها أن تجعل من قرارات التوزيع مؤثرة على قيمة المؤسسة، تشير بأن سياسة توزيع الأرباح من شأنها أن تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة إذا ما استعملت بشكل يأخذ بالحسبان القيود والمتغيرات المرتبطة بها[*]. فبالرغم من أن النظرية المالية أشارت إلى ضرورة تحقيق سياسة توزيع الأرباح لهدف تعظيم قيمة المؤسسة، غير أنه بالنظر لتعدد القيود والمتغيرات الواجب مراعاتها التي تحكم وتحدد قرار التوزيع لم يتمكن الفكر المالي -حتى الآن- من التوصل إلى نموذج كمي مثالي يمكنه أخذ جميع المتغيرات المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الحسبان[67].

وفي الأخير، يمكن القول بأن هناك تأثيرا لتوزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة، فعلى هذه الأخيرة أن تختار بين توزيع الأرباح أو احتجازها لتمويل الاستثمارات، ففي ظل وجود الضرائب

---

[65])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص: 142.

[**]- يتضمن معامل الخصم معدل الخصم t ، إذ يساوي معامل الخصم $1/(1+t)$ في السنة الأولى، و$1/(1+t).(1+t)$ في السنة الثانية وهكذا، وتفقد قيمة التدفق أو العائد في السنة الأولى قيمة أقل من السنة الثانية وهكذا، وذلك بفعل الخصم المتزايد كلما اتجهنا نحو المستقبل.

[66])- للاطلاع على سياسات توزيع الأرباح في الواقع العملي، من خلال الوقوف على الاعتبارات والمتغيرات العملية التي من شأنها جعل قرارات التوزيع مؤثرة على قيمة المؤسسة، أنظر على سبيل المثال إلى:

- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية الحديثة: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص ص: 714-722.

[*]- فعلى سبيل المثال، فإن الإفراط في التوزيعات على حساب التمويل الذاتي في مشاريع يكون فيها العائد أعلى من معدل المردودية المطالب به من طرف المساهمين، من شأنه أن يقوض من قيمة المؤسسة ومن ثم ثروة المساهمين في المستقبل. أو أنه يفهم من خلال الإشارة الموجهة عن طريق توزيع الأرباح جانب سلبي مما يؤدي إلى خفض قيمة المؤسسة.

[67])- إبراهيم الدسوقي عبد المنعم، مرجع سابق، ص: 142.

على الدخل والمؤسسة واختلافهما، بالإضافة لوجود التكاليف التي يتحملها المستثمر (كتكاليف السمسرة)، سيكون هذا الاختيار مرهون بمدى قدرة المؤسسة لتحقيق عائد على الأرباح المحتجزة أكبر من معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين، فإذا كان كذلك، فالمؤسسة تقوم باحتجاز الأرباح، وإن كان عكس ذلك فمن صالحها أن توزع الأرباح لضمان تعظيم قيمة المؤسسة.

المبحث الثالث: قرارات الاستثمار

تنقسم قرارات الاستثمار المتخذة من طرف مسيري المؤسسة إلى قرارات التوسع الداخلي، والتي تتم داخل المؤسسة، وقرارات التوسع الخارجي والتي تتم من خلال إدخال كيان جديد على المؤسسة، إذ أن النوع الأخير من القرارات يظهر فيها الجانب الاستراتيجي بشكل واضح.

3-1: قرارات الاستثمار:التوسع الداخلي

تهتم هذه القرارات بالجانب الأيمن من الميزانية المحاسبية للمؤسسة ممثلا فيما يعرف بالأصول -في أدبيات المحاسبة- التي تمثل بدورها استخدامات هذه المؤسسة لمزاولة نشاطها. ومن وجهة نظر مالية، نجد ضمن الميزانية المالية أو الاقتصادية، ما يعرف بالأصل الاقتصادي Actif économique الذي يمثل الآلة الإنتاجية، فالموارد المالية للمؤسسة موجهة بالأساس للاستثمار فيه وتمويله باعتباره يمثل عمليات الاستغلال[*]. ويتكون الأصل الاقتصادي من جانبين اثنين، حيث أن أحد جوانبها –المعتبر من حيث القيمة- يمثل الاستثمارات (الأصول الثابتة)، أما الجانب الأخر، فهو عبارة عن الجزء الناتج عن عدم كفاية موارد دورة الاستغلال في تغطية احتياجاتها، والتي يعبر عنها بالاحتياج في راس المال العامل للاستغلال.

ومن بين التعاريف المقدمة بشأن القرارات الاستثمارية، نجد بأنها تمثل عملية التخطيط للإنفاق الرأسمالي، الذي يتوقع أن يحقق عائدا يتجاوز سنة مالية واحدة، سواء كان ذلك خاصا بإقامة مشروعات جديدة، أو استكمال أو تحديث مشروعات قائمة فعلا –أي زيادة الطاقة الإنتاجية المتاحة لمشروعات قائمة-، ويعتبر طول الفترة الزمنية هو المعيار الأساسي للتفرقة بين ما هو إنفاق استثماري وما هو ليس إنفاق استثماري (عمليات استغلال)[68].

وبناء على ما سبق، يمكن تصنيف قرارات الاستثمار إلى صنفين، يتمثلان في قرارات التجديد و قرارات التوسع (النمو)، حيث يتمثل الأول في إحلال استثمارات جديدة محل القديمة منها في المشاريع القائمة لأجل تحديثها و/أو استكمالها لزيادة طاقتها الإنتاجية، و يمكن أن ندرج في هذا الصنف أعمال الصيانة الكبرى التي تستهدف إطالة العمر الإنتاجي للاستثمارات. بينما يتمثل الصنف الثاني في الاستثمار في مشاريع جديدة تضاف لمشاريع المؤسسة القائمة.

ومن ثم، فإن حيازة الاستثمارات -التي يندرج فيها صنفي الاستثمار سابقي الذكر-، يضاف لها عملية التنازل عن الاستثمارات –محو الاستثمار Désinvestissement[69] نجدها تشكل ما يعرف

---

[*]- توجد بالمؤسسة عمليات الاستغلال التي تمثل النشاط العادي والمحوري للمؤسسة، كما توجد بعض العمليات التي يتم اعتبارها ضمن التسيير المالي للمؤسسة خارج الاستغلال بالرغم من أنها تحظى بجزء من عمليات التمويل.

[68])- مركز الخبرات المهنية للإدارة، المناهج التدريبية المتكاملة: منهج المهارات المالية والمحاسبية المتقدمة: التحليل المالي وترشيد قرارات الاستثمار، مرجع سابق، ص:80.

[69])- يدخل جزء من عمليات محو الاستثمار في العمليات الداخلية عندما يرتبط الأمر بالتنازل عن أصول من خلال التنازل عن أحد أنشطة المؤسسة، أنظر إلى:

-A.Martinet et A.Silem, Lexique de gestion, Op.cit, P :147.

بعمليات التوسع الداخلي بالمؤسسة، على اعتبار أن قرار الاستثمار و محو الاستثمار يعدان قرارين متعاكسين في الفعل، غير أنهما يشكلان بديلين متلازمين، إذ نجدهما يستعملان لتحقيق أغراض استراتيجية للمؤسسة كسياسة التوسع التي يتبعها زيادة في الاستثمارات (حيازة) أو سياسة الانكماش التي يتبعها تقليص في حجم الاستثمارات (محو الاستثمار).

وفي العموم، نجد أن هدف المسيرين من استعمال مختلف هذه العمليات -التي تمثل بدائل إستراتيجية للمؤسسة- هو تحسين العوائد الناتجة عن الأصل الاقتصادي والمتمثلة في المردودية الاقتصادية(نتيجة الاستغلال) أو التدفقات النقدية المتولدة عنه، إذ كلما عظمت، نجدها تسهم في الرفع من قيمة المؤسسة.

وفي هذا السياق، توجد الكثير من الدراسات التي حاولت دراسة تأثير هذا النوع من القرارات المرتبط بعمليات التوسع الداخلي على قيمة المؤسسة، نذكر منها ما يلي[70]:

- حيازة أصول مادية (ج.ماكونال وس.ج ميسكريلا 1985)؛
- الإنفاق في عمليات البحث والتطوير (ت. كوبلاند، ت.كولار وس.موران 1992؛ س.شان، ج.كانسجر وج.مارتان 1992؛ ك.و.شوفان وم.هيرشي 1993؛ م.ل.جوزي، ل.م.نيكولاس وج.ل.ستيفنس 1986)؛
- وبشكل عام ، فيما يرتبط بالاستثمارات ذات الطبيعة الاستراتيجية التي لها تأثير طويل الأجل نجد دراسة كل من (ج.ر.وودبريدج 1988؛ج.ر.وودبريدج وس.س.سناو 1990؛ ر.أ.هوسكينسن، ج.س.هاريسون ود.أ.ديبوفسكي 1991).

إن مختلف القرارات السابقة، لها تأثيرا على قيمة المؤسسة سواء بالسلب أو بالإيجاب، وهذا ما بينته مختلف الدراسات الميدانية والبحوث حول هذا الموضوع. إذ يكون التأثير من منطلق التأثير على العوائد المحققة من طرف الأصل الاقتصادي والمتمثل في نتيجة الاستغلال أو التدفقات المستقبلية المعدة بناء على ذلك، كما نجد أن القيمة السوقية في البورصة هي الأخرى تتأثر بذلك من خلال تحليل تلك المعلومات من قبل المستثمرين وانعكاسها فيها سواء بالسلب أو الإيجاب والذي يترجم وضعية المؤسسة، وبالأخص تدفقاتها المستقبلية في نظر جمهور المستثمرين.

ما سبق، يوجب على إدارة المؤسسة عند قيامها بمختلف عمليات النمو الداخلي من الدراسة والتقييم الجيد والدقيق لجدوى الاستثمارات، عن طريق الاستعانة باستعمال طرق اختيار الاستثمارات المعروفة ضمن نظرية الاستثمار (فترة الاسترداد، القيمة الحالية الصافية، معدل المردودية الداخلي، القيمة النهائية الصافية،..)[71] كما يمكن الاستعانة بما يعرف بالخيارات الحقيقية، التي تحاول أن تعطي مرونة اكبر للمؤسسة ليتسنى لها اختيار البدائل الاستثمارية الملائمة وقبولها لرفع قيمة المؤسسة بشكل عام أو فروعها.

إلا أنه في هذا الإطار، لابد من مراعاة بعض الحالات أين يكون لبعض البدائل الاستثمارية قيمة استراتيجية للمؤسسة، إذ باستعمال طرق اختيار الاستثمارات الكلاسيكية كطريقة إيجاد القيمة الحالية الصافية للتدفقات قد تؤدي إلى إلغاء هذا الاستثمار، في حين قد يكون له انعكاس إيجابي على

---

70)-J.Caby et G.Hirigyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP :35-37.

71)- للاطلاع ولمزيد من التفصيل، أنظر على سبيل المثال إلى:

- مركز الخبرات المهنية للإدارة، المناهج التدريبية المتكاملة: منهج المهارات المالية والمحاسبية المتقدمة: التحليل المالي وترشيد قرارات الاستثمار، مرجع سابق، ص ص:87-90.

قيمة المؤسسة في المدى البعيد (أي له قيمة استراتيجية)، لذا فلا بد من عدم الاكتفاء بمعيار معدل العائد وتكلفة رأس المال، إذ ينبغي النظر إلى التكاليف والمخاطر الاستراتيجية التي قد تتعرض لها المؤسسة في حالة عدم الاستثمار في هذا المشروع[72]، ومن ثم نجد أن هناك بعض الطرق كطريقة الخيارات الحقيقية من الطرق المبتكرة والحديثة التي تستطيع تجاوز هذا الإشكال.

3-2: قرارات الاستثمار: التوسع الخارجي

تندرج قرارات التوسع الخارجي La croissance externe ضمن قرارات الاستثمار التي تتخذها المؤسسات، إذ لها هي الأخرى تأثيرات على قيمة المؤسسة سواء بالإيجاب أو بالسلب. وذلك تبعا لاختيار البدائل المرتبطة بأنواعها في حد ذاتها، أو بشكل عام بينها وبين عمليات التوسع الداخلي. وتعتبر قرارات التوسع الخارجي من القرارات ذات الطبيعة الاستراتيجية البين بعدها وعمقها الاستراتيجي، لما لها من تبعات حساسة وخطيرة على حياة المؤسسة ومالها من امتداد زمني متوسط وطويل الأجل في مسارها وتأثيراتها.

إن أهم قرارات التوسع الخارجي شيوعا، تلك التي تحدث في الغالب داخل البورصة للمؤسسات المسعرة والتي تتمثل في عمليات الاندماج والاستحواذ. لذلك سنحاول التطرق لهذين المفهومين مع إعطاء بعض المفاهيم المرتبطة بهما بإسهاب، والحديث عن عمليات أخرى تندرج ضمن التوسع الخارجي كالشراكة.

3-2-1: مفهوم التوسع الخارجي

عندما يتعلق الأمر باتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات، يتوفر للمؤسسة صنفان من البدائل؛ وهما الاستثمار عن طريق التوسع الخارجي أو عن طريق التوسع الداخلي. فإذا كان هذا الأخير يتم عن طريق الاستثمار من خلال زيادة أصول في مشاريع قائمة أو إنجاز مشاريع جديدة كحيازة تجهيزات جديدة، مباني، آلات،...، فإن التوسع الخارجي عكس ذلك، كونه يمثل أسلوبا لتطوير ونمو المؤسسة بالاعتماد على تبني مقاربة Rapprochement ما، قد تكون طوعية أو قسرية في ما بين مؤسستين أو أكثر، وذلك من خلال المساهمة Prise de participation في رأس مال مؤسسة أخرى أو عن طريق أسلوب الاندماج، وعليه فسينتج عن ذلك اتحاد جزئي أو كلي للمؤسسات المشكلة للتجمع Regroupement.[73] وعليه فالملاحظ أن عمليات التوسع الخارجي يتم اللجوء لها من طرف المؤسسة كبديل استراتيجي في عمليات الاستثمار، وذلك بالاعتماد على كيانات (مؤسسات) أخرى.

وتعتبر عمليات الاندماج والاستحواذ من أهم عمليات التوسع الخارجي على الإطلاق، إذ نجد أن المصطلحين معا يستعملان في بعض الدراسات، كمرادفين لعمليات التوسع الخارجي. نظرا لتغطيتهما لأغلب عمليات هذا النوع من التوسع، وارتباطهما الكبير بالأسواق المالية ولحجمهما المعتبر من حيث العدد والقيمة (المبالغ). فعلى سبيل المثال، شهدت الأسواق المالية العالمية سنة 1997 تسجيل رقم غير مسبوق في حجم الصفقات المرتبطة بعمليات الاندماج والاستحواذ، إذ بلغ 1600 مليار

---

[72])- J.Caby et G.Hirigyen, La création de valeur de l’entreprise,Op.cit, P :37.

[73])- F.Bavay et D.beau, L’impact des politiques de croissance externe : l’expérience des entreprises françaises au cours des années quatre-vingt, in Economie et Statistique, N 229, Février 1990, P : 29.

دولار[74] والذي بلغ في الستة شهور الأخيرة فقط لسنة 1998، 1200 مليار دولار مما يعكس الاتجاه المتزايد لظاهرة الاندماج والسيطرة للمؤسسات عالميا[75].

ونجد في الولايات المتحدة الأمريكية، بأن الظاهرة قد تضاعفت خمس مرات بين سنوات 1990-1996[76]، كما قد بلغ حجم قيمة الصفقات المرتبطة بالاندماج والاستحواذ بالنسبة للمؤسسات الأمريكية 1.75 ترليون دولار في سنة 2000، بزيادة تقدر بنسبة 22.6بالمئة بالمقارنة بسنة 1999[77]، الأمر الذي يبين بوضوح تفجر وتسارع هذه الظاهرة كسلوك وأسلوب لتوسع المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية –باعتبارها أكبر اقتصاد عالمي- وفي باقي العالم.

وما يلاحظ أن عمليتي الاندماج والاستحواذ مترابطتين وتدرسان معا في كثير من الدراسات والأبحاث التي تتناول الظاهرة(M&A) ، مما يدعوا إلى تحديد المفاهيم المرتبطة بها(هل الاستحواذ والاندماج يعنيان نفس الشيء؟ وهل يضمان أشكال أخرى من التوسع الخارجي؟) في المقام الأول. ثم بعد ذلك إظهار أثرها على قيمة المؤسسة، كما يتم التطرق أيضا، لبعض العمليات الأخرى التي تدخل في إطار التوسع الخارجي، ونخص بالذكر عمليات الشراكة (أو المشروعات المشتركة).

3-2-2- عمليات الاندماج والاستحواذ:

نجد أن هذا النوع من عمليات التوسع الخارجي هو الأكثر استعمالا وتكرارا، خاصة في الأسواق المالية العالمية. فالمؤسسات المدرجة في البورصات تستعمله كثيرا في استراتيجياتها (التركيز، التنويع، الرفع المالي،...)، نظرا لخاصية تداول أسهمها المستمر التي تسهل لها القيام بذلك، دون أن يعني ذلك عدم استعمالها من طرف المؤسسات غير المدرجة في البورصات.

ولقد ظهر الاندماج للمؤسسات منذ أمد طويل، إذ ظهر في الدول المتقدمة وبالأخص في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا عبر موجات Vague متتالية، فقد شهد التاريخ المعاصر أربع[78*] موجات رئيسية تخص عمليات الاستحواذ والاندماج. فقد بدأت الموجة الأولى بشكل مبالغ فيه عند بداية القرن الماضي (1900-1903)، وجاءت الموجة الثانية مع بداية عشرينيات القرن الماضي (1920-1929)، أما الموجة الثالثة فحدثت في ستينيات ذلك القرن (1960-1968)، وأخيرا جاءت

---

[74])- F.Caron, Le palmarès des opérations de M&A dans le monde, in : Analyse financière, N 114, Mars 1998, P :10.

[75])- أحمد مصطفى محمد، أهمية اندماج الشركات والمشاكل الضريبية المترتبة عليه. نقلا عن: طارق عبد العال حماد وآخرون، موسوعة الاندماج، بدون دار نشر، القاهرة، 2002، ص:21.

[76])- F.C.Minter, Business combinations: the next accounting albatross?, In:

- جورج دانيال غالي، طرق ومشاكل المحاسبة عن اندماج الشركات، الدار الجامعية، القاهرة، 2002، ص:05.

[77])- D.Sater, M&A : Why most winners lose, In : Stern Stewart research (EVAluation), Volume 3, Issue 4, April2001, P:01. In: http://www.eva.com/ , Consulte le02/04/2006.

[78])- للاطلاع أكثر أنظر على سبيل المثال إلى:

- R.Khaber, J-L.Mourier et C.Parisot, Vers une nouvelle vague d'OPE/OPA ? In Problèmes économiques, Hebdomadaire n° 2.842, Mercredi 4 février 2004,PP :01-05.
- O.Bertrand, J-L.Mucchielli et H.Zitouna, Fusions et acquisitions transfrontalières des années 1990, In : Revue de L'OFCE 94, Juillet 2005, P : 48 –49.

*)- نجد أن الأدبيات Littérature التي تدرس الظاهرة تشير إلى وجود مابين خمس (على غرار معهد Kiel) و عشر (Barkoulas et al) موجات اندماج، والفرق الأساسي بين التقييمين يكمن في منهجية التقسيم المختلفة تماما. في:

- Ibidem, P :02.

الموجة الرابعة في منتصف الثمانينات منه واشتدت بوجه خاص في سنة 1988، لتعاود شدتها في سنة 1998[79]، كما توجد موجة خامسة بدأت تبرز في سنة 2000[80].

3-2-2-1- مفاهيم مرتبطة بالاندماج:

تتقارب المفاهيم فيما يخص عمليات الاستحواذ والاندماج، فالكثير من الدراسات تتطرق لهما معا (F&A) (M&A) ، مما يدعونا لتحديد المفاهيم في هذا الشأن.

ما يلاحظ من خلال الكتب والدراسات المتطرقة لها هو أن المفهومين مترادفان أو -على الأقل- متقاربان في المعنى. إذ نجد أن (أفكار م قنديل، 1998)[81] اعتبر المصطلح الإنجليزي Acquisition الذي ترجمه بالسيطرة، أنه من الأشكال وثيقة الصلة أو قريبة الشبه بالاندماج المقابل للمصطلح الإنجليزي Merger. وفي نفس السياق نجد أن (محمود صبح، 2000)[82] عند شرحه لهذا المفهوم بين أن كلمة إدماج التي يقابلها بالإنجليزية Merger ترادفها كلمة استحواذ Acquisition.

يلاحظ أن هذين التفسيرين للمصطلحين كانا محل اختلاف بين الكاتبين، فالأول فسر مصطلح Acquisition على أنه سيطرة -والتي يعني بها أن الشخصية القانونية لكل المؤسسات التي ترغب في الانضمام تبقى كما هي، ويظهر بجانبهم شخصية جديدة تعرف بالمؤسسة الأم-، بينما الثاني اعتبر المصطلحين بالإنجليزية مترادفين تماما.

إن ما سبق، يظهر بأن هناك محاولة لتحديد المفاهيم وترجمة المصطلحات، غير أنها قد اختلفت في المعنى والترجمة -بشكل طفيف Nuance-، مما يجعل من استعمال المصطلحين لدى كثير من الكتاب مع بعضهما للدلالة عن عمليات ذات معنى وتوجه واحد، الأمر الذي يعني أن الشيء الثابت في هذا الإطار، أن هذه العمليات المذكورة تندرج ضمن ما يعرف في أصلها باللغة الإنجليزية (M&A) أي (عمليات الاندماج والاستحواذ). وعليه، يندرج في ظل ذلك، مختلف عمليات الاتحاد بين المؤسسات والاستحواذ وشراء المؤسسات أو أسهمها (أو أصولها) سواء كان كليا أو جزئيا والتي تحدث غالبا في الأسواق المالية.

وعلى هذا الأساس، يمكن أن نقدم مجموعة من التعاريف بشأن عمليات الاندماج•، وذلك على النحو الآتي:

- يعرف 1993, Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski الاندماج Merger: " بأنه قيام أكثر من مؤسسة بالاتفاق على الانضمام أو الاتحاد، الأمر الذي يؤدي إلى بقاء مؤسسة واحدة فقط بدلا من اثنين، أو أكثر قبل الاندماج، مع انتهاء باقي المؤسسات وذوبانها في شخصية المؤسسة الباقية، هذا وتؤدي المؤسسات المنتهية عملها بعد الاندماج كأقسام، أو فروع، أو وحدات أو قطاعات تابعة للمؤسسة الباقية."[83]

---

[79])- مجلة البورصة المصرية التي تصدرها مجلة الأهرام الاقتصادي. نقلا عن: في طارق عبد العال حماد وآخرون، مرجع سابق، ص:05.

[80])- R.Khaber, J-L.Mourier et C.Parisot, Op.cit, P :02.

[81])- أ.م. قنديل، الاندماج كاستراتيجية استثمارية، بدون دار نشر، القاهرة، 1998، ص: 08.

[82])- محمود صبح، القرارات المالية الاستراتيجية، بدون دار نشر، القاهرة، 2000، ص: 39.

• - عند ذكر عمليات الاندماج خلال العمل فنقصد بها عمليات الاندماج والاستحواذ معا، إذ نستعمل ذلك للاختصار فقط.

[83])- Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski, Intermediate financial management,. In:=

- ويعني الاندماج بين مؤسستين حسب (ب.فيرنيمان P.Vernimmen) بسط رقابة (سيطرة) Prise de contrôle من طرف مؤسسة على أخرى.[84]
- ويعرف (أ.مارينات وأ.سيلام A.Marinet et A.Silem) الاندماج أيضا على أنه:" تركيز صناعي أو تجاري يؤدي إلى تكوين مؤسسة جديدة عن طريق مساهمة أصول المؤسسات القديمة التي تختفي في هذه العملية".[85]
- كما يعرف "ب. فيرنيمان" الاندماج على أنه عملية بمقتضاها تتجمع مؤسستان أو أكثر لتشكل مؤسسة واحدة فقط[86].

من خلال استعراض التعاريف السابقة للاندماج تبين لنا ما يلي:

- نجد أن جميع التعاريف وضحت أن نتيجة عملية الاندماج هي بقاء مؤسسة واحدة فقط سواء كانت موجودة قبل الاندماج أو تم إنشاؤها كنتيجة للاندماج؛
- يلاحظ على التعريف الأول أنه يشير إلى مفهوم الإدماج أو ما يعرف بالاندماج –بلع، ذلك أنه ذكر أن المؤسستين أو المؤسسات التي كانت موجودة قبل الاندماج ستذوب في شخصية المؤسسة الباقية، دون الإشارة إلى إنشاء مؤسسة جديدة؛
- ذكر التعريف الأول أن عملية الاندماج تحدث بالاتفاق، غير أن الواقع أثبت -خاصة في الأسواق المالية- أنه قد تحدث العملية دون اتفاق بين إدارة المؤسسات، أي ضد رغبة إدارة المؤسسة المستهدفة، وذلك ما يعرف بالشكل العدائي؛
- بين التعريف الثاني أن عملية الاندماج تحدث عندما تقوم مؤسسة بالسيطرة على مؤسسة أخرى (المستهدفة)، من خلال شراء جزء معتبر من أسهمها (رأسمالها) بالقدر الذي يتيح لها السيطرة على مجلس الإدارة(مساهمة بالأغلبية)، ومن ثم قراراتها. وعليه نستنتج من هذا التعريف، أن عملية الاندماج الواردة فيه يقصد بها اتخاذ رقابة (سيطرة) Prise de contrôle، لأنه بهذه الأخيرة تصبح المؤسسة المستهدفة فرعا تابعا للمؤسسة المهاجمة (الأم).
- يكمن الفرق بين عملية السيطرة والاندماج-بلع في أن الشخصية الاعتبارية للمؤسسة أو المؤسسات المستهدفة تبقى في عمليات السيطرة وتصبح فروعا تابعة Filiales، بينما في الاندماج بالبلع فتصبح المؤسسة المستهدفة المبلوعة جزءا من المؤسسة المهاجمة وذلك في شكل أصول، أي لا تبقى لها الشخصية الاعتبارية87.
- يشير التعريف الأخير صراحة إلى الاندماج عن طريق الاتحاد بين مؤسستين أو أكثر لتشكيل مؤسسة جديدة وزوال الشخصية المعنوية لجميع المؤسسات التي قامت بهذه العملية. وعليه، ما يقصده "فيرنمان" في تعريفه الأول للاندماج هو السيطرة، أما في تعريفه الثاني فنجده يقدم المفهوم الشائع والمتعارف عليه للمصطلح.

=- أ.م. قنديل، مرجع سابق، 1998، ص: 08.

[84])- P.Vernimmen, Op.cit, P :948.

[85])-A.Marinet et A.Silem, Lexique de gestion, Op.cit, P : 210.

[86])- P.Vernimmen, Op.cit, P :948.

[87])- طارق عبد العال حماد وآخرون، مرجع سابق، ص:06-07.

الجدول (06-02): يوضح مجالات المساهمة التي تتيح الرقابة على شركة مساهمة حسب القانون الفرنسي

السلطة	النسبة المئوية من حقوق التصويت
لا توجد رقابة	أقل من أو تساوي 33.3%
رقابة سلبية(ضعيفة) Contrôle négatif على قرارات الجمعية العامة الاستثنائية(AGE)*	أكثر من 33.3% إلى أقل تماما من 50%
رقابة سلبية(ضعيفة) على قرارات الجمعية العامة العادية	50%
رقابة إيجابية(قوية) Contrôle positif على قرارات الجمعية العامة العادية(AGO)**	أكثر من 50% إلى 66.6%
رقابة إيجابية (قوية) على قرارات الجمعية العادية والاستثنائية	أكبر من أو تساوي 66.7%
* القرارات التي يتم اتخاذها في الجمعية العامة الاستثنائية تخص تغيير القانون الأساسيLes statuts: رفع راس المال، اندماجFusion ، مساهمة جزئية للأصول apport partiel d'actif، تفريق Scission ، إصدار أسهم ، سندات قابلة للتحويل، سندات اكتتاب، تغيير الهدف أو المقر الاجتماعي...، بأغلبية ثلثي الأصوات.	
** تتخذ الجمعية العامة العادية للمساهمين بأغلبية بسيطة Majorité simple للأسهم الممثلة القرارات المتعلقة بالتسيير العادي للشركة: المصادقة على الحسابات، توزيع الأرباح، تعيين وتنحية الإداريين (المسيرين).	
المصدر:P.Vernimmen, Op.cit, P :894	

نجد أن التعريف الثالث تكلم على الاندماج من منظور اقتصادي (في الواقع العملي) كأسلوب استراتيجي، مثل ما هو متعارف عليه في أدبيات التسيير الاستراتيجي، وهنا أشار إلى زوال المؤسسات المندمجة وظهور مؤسسة جديدة، وهذا هو التعريف الاقتصادي للاندماج المرادف للاتحاد.

إضافة لما سبق، نجد أن"ب.فيرنيمان2002"[88] قسم مختلف المقاربات التي تحدث للمؤسسات في إطار عمليات الاندماج كما يلي:

- اندماج- بلع La fusion-absorption: (تم تعريفها سابقا) ففي هذا الشكل تقوم المؤسسة المهاجمة بشراء أسهم المؤسسة المستهدفة من طرف المساهمين فيها ويتم تعويضهم بأسهم في المؤسسة المهاجمة، وبعد العملية تزول المؤسسة المستهدفة ولا يصبح لها كيان قانوني. لكن في نفس سياق العملية، إذا ما تم تعويض مساهمي المؤسسة المستهدفة نقدا، يصبح الأمر عملية تنازل Cession.
- مساهمة عن طريق (تقديم) الأسهم L'apport de titres: وفق هذه التقنية يقوم شخص طبيعي أو معنوي (المستثمرون في المؤسسة المستهدفة) بتقديم الأسهم التي يمتلكها في المؤسسة "ب" إلى المؤسسة "أ" (المؤسسة المهاجمة)، وبموجب ذلك يحصل على أسهم في المؤسسة "أ". ونتيجة لهذه العملية، تصبح المؤسسة "ب" مؤسسة-فرعا Filiale تابعة للمؤسسة- الأم "أ"، ويتحول مساهمو المؤسسة "ب" إلى مساهمين في المؤسسة "أ".
- المساهمة الجزئية عن طريق تقديم أصول L'apport partiel d'actif : تتمثل هذه التقنية في أن تقوم المؤسسة "ب" بتقديم (المساهمة) جزء من عناصر أصولها (وخصومها) للمؤسسة "ب" وتأخذ مقابل ذلك أسهما تصدرها المؤسسة "أ". وعليه تصبح المؤسسة "ب" مساهمة في المؤسسة "أ". فعلى عكس عملية الاندماج-بلع التي يحصل من خلالها مساهمو المؤسسة المستهدفة على أسهم في المؤسسة المهاجمة نظير تنازلهم عن أسهمهم، نجد في المساهمة الجزئية عن طريق

---

[88])- P.Vernimmen, Op.cit, P :948-949(بتصرف).

تقديم الأصول أن المؤسسة المستهدفة هي نفسها من يحصل على الأسهم في المؤسسة المهاجمة، دون المساس بمساهميها. وللإشارة، فإنه إذا ما قامت المؤسسة "ب" المستهدفة بتقديم كافة أصولها للمؤسسة "أ" المهاجمة تصبح شركة قابضة"ب" Société holding بالنظر لتحول أصولها إلى أصول مالية (مساهمات) في مؤسسة أو مؤسسات أخرى، ويكون مدى سيطرة (المراقبة) هذه المؤسسة القابضة "ب" على المؤسسة "أ" حسب أهمية مساهمتها فيها.

من خلال الملاحظات السابقة، يتبين لنا أن الأشكال والمقاربات التي تقوم بها المؤسسات في إطار عمليات الاندماج، تنقسم إلى ما يلي:

- الاندماج : وهو اتحاد مؤسستين أو أكثر وذوبانها للحصول على مؤسسة جديدة، إذ تختفي الشخصية الاعتبارية للمؤسستين (أو المؤسسات) اللتين كانتا موجودتين قبل الاندماج.
- الاستحواذ (السيطرة) (أخذ الرقابة): وهو قيام مؤسسة مهاجمة بشراء أسهم مؤسسة مستهدفة من طرف مساهميها، بما يمكنها من السيطرة عليها (رقابتها)، وعليه قد يكون الشراء جزئيا أو كليا، كما قد يكون هناك اتفاق بين إدارتي المؤسستين (وديا) أو عكس ذلك (عدائيا)، ونتيجة لهذه العملية تصبح مؤسسة فرعا (تابعا)Filiale للمؤسسة الأم، مع بقاء الشخصية المعنوية لكل الأطراف (المؤسسة المستهدفة والمهاجمة) .
- الإدماج (الاندماج –بلع) تتم العملية عن طريق دمج مؤسسة أو عدة مؤسسات قائمة فعلا من طرف مؤسسة دامجة (مهاجمة) مقابل عدد من الأسهم أو نقدا[89] (وفق قيمتها الحقيقية المحسوبة) يعطى لمساهمي المؤسسة المستهدفة، ويترتب على هذه العملية اختفاء الشخصية المعنوية للمؤسسة المستهدفة، وشطب أسهمها من التداول في البورصة.
- التقديم الجزئي للأصول: هو أن المؤسسة المستهدفة تقوم بمنح جزء من أصولها للمؤسسة المهاجمة، وعليه، تقوم المؤسسة المهاجمة بشراء مباشر لجزء من الأصول الحقيقية للمؤسسة المستهدفة على عكس المقاربات السابقة، أين تقوم المؤسسة بشراء المؤسسة عن طريق شراء أسهمها، وبموجب هذه العملية نجد أن المؤسسة المستهدفة المقدمة للأصول تأخذ أسهما في المؤسسة المهاجمة (تصدر أسهما)، وعندما يكون تقديم كلي للأصول تصبح المؤسسة المقدمة لأصولها عبارة عن شركة قابضة ذلك أنها أصبحت أصولها عبارة عن مساهمة و/أو مساهمات في مؤسسات أخرى.
- التفريق Scission عكس الاندماج: إذ يمثل أحد أنواع الاندماج على غرار "اندماج-بلع" حيث نجد أنه يوسم بالمصطلح "اندماج-تفريق" « Fusion-scission »[90]، إذ أن هذه التقنية لا تقل أهمية عن عمليات الاندماج التي سبق ذكرها، أي هي الأخرى تدخل في إطار عمليات التوسع الخارجي التي تهدف في محصلة مختلف الدوافع إلى تعظيم قيمة المؤسسة خاصة المهاجمة منها باعتبارها هي المبادرة، وتستعمل في إطار ما يعرف في الأدبيات الاستراتيجية باستراتيجية التركيز حول النشاط الأساسي. وتتمثل تقنية التفريق في أن يقرر مجمع (مؤسسة) تحتوي على عدة أنشطة (غالبا نشاطين) الفصل بينها من خلال إنشاء عدة مؤسسات ذات شخصية اعتبارية مستقلة بذاتها، ويتم توزيع أسهم المؤسسات المنشأة على المساهمين في المجمع (المؤسسة الأصلية) بمقابل تنازلهم عن أسهمهم في المؤسسة الأصلية[91]، وعموما فعملية التفريق[92] هي

[89])- حسب (P.Vernimment,Op.cit, P :948) فإن العملية إذا تم فيها تعويض مستثمري المؤسسة المبلوعة نقدا تسمى تنازلا Cession، وعليه فالفرق بين الاندماج-بلع والتنازل يتمثل في طبيعة التسديد.
[90])- A.Marinet et A.Silem, Lexique de gestion, Op.cit, P : 103.
[91])- P.Vernimmen, Op.cit, P :958.
[92]) للتوسع أكثر حول عملية التفريق، أنظر على سبيل المثال إلى:
- Ibidem PP :958-960.

عكس الاندماج من حيث أن مؤسسة واحدة ينتج عنها أكثر من مؤسستين، بدل مؤسستين أو عدة مؤسسات ينتج عنها مؤسسة واحدة.

من خلال استعراض مختلف التقنيات التي تدخل في إطار المقاربات التي تقوم بها المؤسسات والتي قد نجدها تأتي تحت مسمى الاندماج والاستحواذ (الشجرة التي تغطي الغابة)، يتبين أن جميعها يهدف إلى الضم بمعنى اتحاد مؤسسة مع مؤسسة لإنشاء مؤسسة أخرى أو أن تقوم مؤسسة بالتوسع من خلال دمج واستحواذ والسيطرة على مؤسسة أو مؤسسات أخرى، ويتضح أن الاختلاف الذي قد يلاحظ -خاصة ما قدمه "ب.فيرنيمان"-يكمن في اختلاف تقنيات التعويض كمنح أسهم للمساهمين أو نقود أو تعويض المؤسسة مباشرة دون مساهميها.

وفي الأخير، يمكن أن نعطي مفهوما شاملا لعمليات الاندماج (التجميع Regroupement)، حيث نقول " هي عبارة عن مجموعة من المقاربات Les rapprochements تقوم بها المؤسسات لأغراض التوسع الخارجي، إذ بموجبها تبقى مؤسسة واحدة بعد العملية (اندماج-بلع) أو تتشكل مؤسسة جديدة (اندماج-اتحاد) أو تبحث مؤسسة عن السيطرة على مؤسسة أو مؤسسات أخرى، وعلى إثر ذلك تزول/ أو تبقى المؤسسات الأخرى التي كانت قبل العملية، وتصبح فروعا (وجود الشخصية المعنوية) (السيطرة) أو وحدات في شكل أصول (دون شخصية معنوية) تابعة للمؤسسة البالعة أو المؤسسة الجديدة، وتحوي عمليات الاندماج أيضا على ما يعرف بالتفريق حيث ينتج عن مؤسسة واحدة عدة مؤسسات ".

3-2-2-2- التصنيف الاقتصادي للاندماج[93]:

أ– الاندماج الأفقي Horizontale:

وهو الذي يحدث عندما تندمج مؤسستان أو أكثر تعملان في نفس مجال النشاط، أي يعملان في نفس السوق وينتجان نفس المنتج، كأن تندمج مؤسستان لصناعة السيارات، أو أن تندمج مؤسستان للطيران (الرحلات الجوية)، أو مؤسستان تشتغلان في قطاع البترول كما حدث بين مؤسسة "اكسون" ومؤسسة "موبيل" والذي وصف في ذلك الوقت بأنه أكبر اندماج في قطاع البترول، إذ وصلت قيمته إلى نحو 86 مليار دولار[94]. وقد يترتب على هذا النوع من الاندماج احتكارات عملاقة في السوق، ولقد عانى الاقتصاد الأمريكي من هذا الوضع، فقد شهد موجتين من هذا النوع، فالأولى من عام 1893 إلى 1904، والثانية منذ عام 1926- إلى 1930والتي انتهت بالكساد الاقتصادي العالمي، فأمام هذا الوضع دفع بالسلطات التشريعية أن تسن القوانين التي تمنع الاندماج الذي يؤدي للاحتكار حتى تضمن سيادة روح المنافسة[95].

ب– الاندماج العمودي Verticale :

وهو الذي يحدث عندما تتحد أو تضم مؤسسة، مؤسسة أخرى تنتمي لنفس مجموعة الأنشطة التي تزاولها وتكون ذات ارتباط مباشر بها، إذ نجدها تمثل موردا لها، أي أن مخرجات المؤسسة

---

[93])- تم الاعتماد على المرجعين التاليين (بتصرف):

- Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski, Intermediate financial management, , The Dryden Press, NY, 1993, P:930. In:

- أ.م. قنديل، مرجع سابق، ص: 10-11.

- R.Khaber, J-L.Mourier et C.Parisot, Op.cit, P :01.

[94])- جريدة العالم اليوم 1998/12/30 نقلا عن مجلة "فورتس" . نقلا عن: طارق عبد العال حماد وآخرون، مرجع سابق، ص:22-23.

[95])- محمود صبح، مرجع سابق، ص: 41.

المستهدفة هي مدخلات لها (ارتباط المؤسسة بمورديها)، أو العكس نجدها تمثل زبونا لها، أي مدخلات المؤسسة المستهدفة هي مخرجات لها (ارتباط المؤسسة بزبائنها). وعموما يتم الاندماج بين مؤسستين أو أكثر وفق هذا النوع وفق علاقة "زبون-مورد"، كأن تندمج مؤسسة لصناعة النسيج مع مؤسسة لصناعة الألبسة الجاهزة. وقد ظهر هذا النوع من الاندماج في شكل موجة جديدة في أوائل الثمانينات[96].

ج- الاندماج غير المتجانس (المختلط) Conglomérale :

وهو عبارة عن اندماج يحدث بين مؤسستين أو أكثر مختلفتين في النشاط، ولا تربط بينهما أي علاقة (مورد- زبون)، بمعنى أنهما لا ينتميان للنوعين السابقين، كأن تندمج مؤسسة لصناعة السيارات مع مؤسسة لصناعة النسيج.

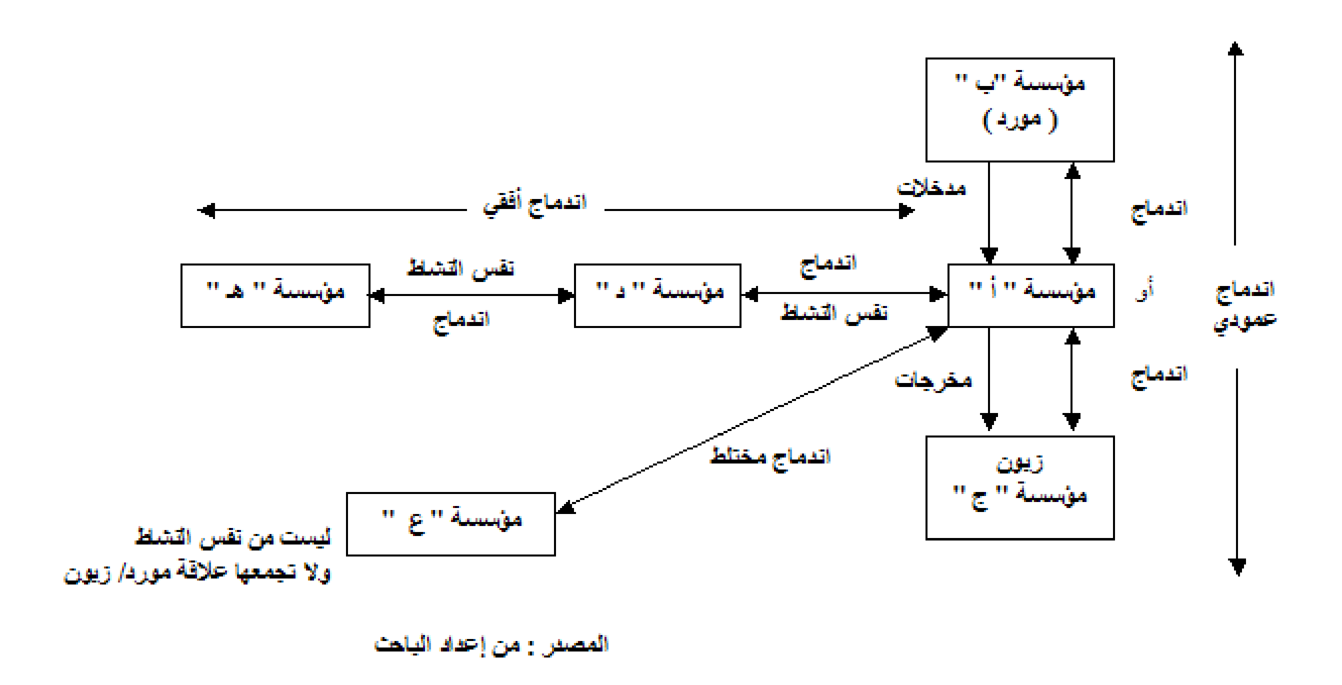
وهناك من يضيف نوعا آخر من الاندماج وهو الاندماج المتجانس.

د- الاندماج المتجانس:[97]

في هذا النوع يكون الاندماج بين مؤسسات متماثلة في حقل النشاط أو في القطاع الأساسي، كأن يتم الاندماج بين مؤسسة لصانعة الأدوية وأخرى لصناعة الأسمدة، فهنا، نجدهما متماثلتين كونهما ينتميان إلى حقل الصناعات الكيماوية، ويلاحظ في هذا الإطار أنهما لا يمثلان علاقة مورد-زبون (اندماج عمودي) ولا تنتجان نفس المنتج –الذي يكون محل تنافس في السوق- (اندماج أفقي).

وعموما، لا يختلف هذا النوع كثيرا على كونه اندماجا غير متجانس، باعتبار أنه يؤدي نفس الغرض، فهذا التقسيم إنما جاء لوقوع العملية في نفس القطاع الرئيسي مع الاختلاف في القطاعات الفرعية (النشاطات الفرعية)، وعليه يمكن أن نعتمد الأنواع الثلاثة الأولى باعتبارهما لها تأثيرات ودوافع مختلفة، والتي نجدها تفسر الموجات المتعاقبة لعمليات الاندماج التي حدثت في العالم عبر مر السنين.

الشكل رقم (06-05): مخطط لأنواع الاندماج



المصدر : من إعداد الباحث

[96])- نفس المرجع، ص: 41.

[97])- Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski, Intermediate financial management,. In:
- أ.م. قنديل، مرجع سابق، ص: 10-11.

3-2-2-3- دوافع الاندماج[98]:

يعتبر الاندماج من القرارات الاستراتيجية الهامة بالمؤسسة، باعتباره يزاوج بين مؤسستين أو أكثر، ولعل من الأسئلة التي تطرح نفسها بشدة -في هذا الموضوع-؛ ما هو الدافع من وراء ذلك؟. لذا سنحاول في هذا الإطار أن نقف باختصار شديد على أهم الدوافع التي تدعو لعملية الاندماج من خلال التجارب الميدانية والدراسات النظرية التي كانت محل نظريات تحاول أن تفسر ذلك.

أ- تمويل النمو:

يعد النمو من الأمور الضرورية لأي مؤسسة، خاصة في ظل المنافسة للحفاظ على بقائها، إذ يفيد المؤسسات في تحقيق عدة أهداف، كزيادة الحجم، التنويع في منتجاتها ومن ثم الزيادة في قدرتها التنافسية. ويندرج هذا الأمر ضمن ما يسمى بالنمو(التوسع) الخارجي، الذي يتم عن طريق شراء أسهم أو أصول مؤسسات قائمة، فعملية الاندماج تساعد في تمويل نمو المؤسسة من خلال الحصول على مؤسسات قائمة بدل الإنفاق على مشاريع من خلال التوسع الداخلي.

وفي هذا السياق، يمكن أن نبين من خلال مثال واقعي على أهمية الاندماج في المساهمة في سرعة تمويل النمو، إذ نجد أن "Bernie Ebbers" رئيس مؤسسة Worldcom Inc استطاع مع ثلاثة من أصدقائه من خلال عدة عمليات شراء واستحواذ لمؤسسات في ظرف 15 سنة من تشكيل مؤسسة تعتبر من بين المؤسسات الرائدة عالميا في مجال الاتصالات[99]، فهذا الإنجاز الذي تم في ظرف قياسي ما كان ليتحقق، لولا سلسلة عمليات الاندماج التي قاموا بها[100].

ب- التعاون بين المؤسسات (البحث عن أثر التعاضد):

قد يكون الدافع من وراء الاندماج هو التعاون (التعاضد) بين المؤسسات، إذ ينتج عن العملية تأثير إيجابي يجعل مكاسب المؤسسات المندمجة تزيد عن مجموع مكاسب أعمالهم بشكل منفرد (قبل الاندماج)، والذي نجده يعرف في أدبيات التسيير الاستراتيجي بأثر التعاضد Effet de synergie المعبر عنه بالصيغة الرياضية "2+2=5".

فقد يؤدي التعاون بين المؤسسات عن طريق الاندماج إلى انتهاج استراتيجيات تشغيلية جديدة بعد الاندماج تضيف قوة للمؤسسة لم تكن لتتوفر للمؤسستين منفردتين، فقد تحصل إحدى المؤسستين المندمجتين على الجوانب التكنولوجية أو النواحي الإدارية المتفوقة من المؤسسة الأخرى المندمجة معها، كما قد ينجر عن العملية وفورات في الحجم (اقتصاديات الحجم) من خلال تقسيم (تحميل) المصاريف العامة والتكاليف الثابتة على حجم أكبر.

وفي إطار التعاضد أو التعاون، نجد نوعين وهما التعاضد التشغيلي الذي ينتج من الجوانب الاقتصادية الناتجة عن عمل المؤسسة في القطاع الحقيقي (وفورات الحجم، زيادة القوة التسويقية، زيادة كفاءة التسيير،...)، والتعاضد المالي الناتج عن العمليات المرتبطة بالقطاع المالي؛ كهيكل التمويل، عملية الاندماج داخل البورصة (المزايا الضريبية، انخفاض تكاليف إصدار الأوراق المالية، انخفاض احتمالات تحمل المؤسسة لتكاليف الإفلاس[101]،...)،...الخ.

---

[98])- للتوسع أكثر حول دوافع الاندماج والنظريات المفسرة له أنظر على سبيل المثال إلى:
- نفس المرجع، ص ص: 12-15.
- طارق عبد العال حماد وآخرون، مرجع سابق، ص ص:30-42.

[99])- J.Brilman, Les meilleures pratiques de management, 3e édition, Edition d'organisation, Paris,2001, P :195.

[100])- للاطلاع على حيثيات عمليات نمو الشركة عن طريق الاندماج والاستحواذ على الشركات، أنظر:
- Idem.

[101])- محمود صبح، مرجع سابق، ص:43-44.

ج- التنويع :

قد تتم عملية الاندماج بين المؤسسات بدافع التنويع المالي، وذلك من خلال التنويع في محفظة النشاطات من خلال شراء مؤسسة تنشط في قطاع مختلف عن المؤسسة الدامجة، إذ يمكن هذا الأمر المؤسسة الدامجة ومستثمريها من تخفيض مخاطرهم. وقد يستطيع المستثمرون من تنويع مخاطرهم بتسيير محافظهم الاستثمارية الخاصة بهم من خلال عملية التنويع داخل البورصة بشراء مختلف الأوراق المالية للمؤسسات المتاحة أمامهم حتى دون لجوء المؤسسة لعملية الاندماج، مما يجعل هذا الأمر يفيد أكثر عمال وموظفي هذه المؤسسة الذين ليس لهم سوى فرصة محددة في تنويع مصادر دخل العمل، وعموما تمكن عملية التنويع من تقليل المخاطر لجميع الأطراف بالمؤسسة.

د- الوفورات الضريبية :

يضيف الاندماج ميزة أخرى، قد تدفع بالمؤسسات للاندماج من أجلها، والمتمثلة في تحقيق الوفورات الضريبية، فالمؤسسة التي تحقق خسائر ولها وعاء ضريبي غير مستخدم قد تلجأ إلى الاندماج مع مؤسسة أخرى تحقق أرباحا، والتي يمكنها أن تستخدم تلك الخسائر في تقليص الوعاء الضريبي، ومن ثم الاستفادة من تخفيض العبء الضريبي.

هـ- المؤسسات المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية:

تعزو بعض الدراسات دوافع الاندماج إلى انخفاض قيمة المؤسسات المستهدفة إلى أقل من قيمتها الحقيقية، وقد يكون من أسباب انخفاض القيمة إلى أقل من قيمتها الحقيقية، هو أن الإدارة المسيرة لا تقوم بتشغيل المؤسسة بأقصى طاقة لديها، مما يترجم في ضعف الطاقم المسير، ويجعل من هذه المؤسسة داخل البورصة هدفا للمؤسسات القوية لشرائها بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، حيث يتحقق للمؤسسة المهاجمة أرباحا (تتمثل في فرق القيمة بين السعر والقيمة الحقيقية) من جراء ذلك.

و- تعظيم القيمة السوقية للشركة بعد الاندماج:

في الحقيقة، يعتبر تعظيم قيمة المؤسسة بعد عملية الاندماج محصلة النقاط السابقة الذكر، حيث يمكن لعملية الاندماج أن ترفع قيمة المؤسسة بشكل مباشر في الميدان (الجانب التشغيلي) من خلال رفع قيمة الأصل الاقتصادي، أو بشكل غير مباشر عن طريق تعظيم القيمة السوقية لأسهمها.

وإذ يعتبر رفع قيمة المؤسسة أو أسهمها هو هدف المؤسسة الذي تسعى إليه، وإذا ما نظرنا للعملية من ناحية البورصة، نجد أن اندماج المؤسسات يؤدي إلى زيادة الحجم، الذي يخلق الفرصة للتمتع بمزايا الحجم الكبير، الأمر الذي ينعكس على درجة قدرة أوراقها المالية على الرواج والتداول أكثر بالمقارنة بالمؤسسات المتوسطة الحجم. كما تكون للمؤسسات كبيرة الحجم قدرة أكبر على تنويع محفظة نشاطها، الأمر الذي يساعد في تخفيض مخاطرها، مما يؤدي في النهاية -عند إدراك جمهور المستثمرين بتلك الأمور- إلى خفض معدلات المردودية المطلوبة (أو زيادة الطلب على أسهمها) مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم، ومن ثم قيمة المؤسسة.

وعموما، توجد للاندماج دوافع استراتيجية ومالية، والتي يمكن أن تكون محل تصنيف، فعن الدوافع الاستراتيجية يمكن أن نستدل باستبيان قامت به Conference Board سنة 1997، والذي شمل 88 مؤسسة (ثلثين منها أمريكية والثلث الباقي أوروبية)، حيث كانت نتائج هذا الاستبيان فيما يتعلق بالدوافع الاستراتيجية من وراء عمليات الاستحواذ والاندماج ملخصة في الجدول التالي:

الجدول رقم(06-03): نتائج استبيان تتعلق بدوافع الاندماج/الاستحواذ

الدوافع الرئيسية لعمليات الاندماج/ الاستحواذ	%
الوصول لحجم تنافسي	43% (61% منهم بالنسبة للمؤسسات الأوروبية)
الاستفادة من حصص جديدة في السوق	43% (47% منهم بالنسبة للمؤسسات الأوروبية)
الحصول على تكنولوجيا أو منتجات جديدة	47 %
تعزيز المعارف الأساسية Les compétences clés	%32
تجميع الموارد	%27
التمركز الدولي S'implanter à l'international	%27
تخفيض التكاليف	%23
التنويع بقصد التقليل من التلف (التعرض للصدمات) La vulnérabilité	%10

Csoka Louis S, HR challenge in mergers and acquisition, In :J.Brilman, Op.cit, P :196.

ما يلاحظ على نتائج هذا الاستبيان أن مجموع العناصر التي تم الاستفسار عنها باعتبارها دوافع استراتيجية يستهدفها الاندماج، كانت غير متفاوتة بشكل كبير، مما يجعلها جميعا ذات أهمية بالنسبة للمؤسسات. غير أنه ضمن تلك الدوافع، قد حضي دافع الحصول على التكنولوجيا أو منتجات جديدة بالأهمية الكبرى، حيث حقق أعلى نسبة من الإجابات والتي بلغت 47 %، ويعتبر هذا الأمر مبرر -في نظرنا- باعتبار أن عصرنا المبني على التكنولوجيا الذي تعيشه المؤسسات يجعل من اكتسابها والتسارع الهائل وراء الحصول عليها من بين أهم المزايا التنافسية للمؤسسة.

كما نلاحظ أن الاستفسار حول الحصول على حجم تنافسي وأيضا الحصول على حصص جديدة في السوق قد حظيا بنسبة متساوية ومعتبرة، إذ بلغت 43 % من مجموع المستجوبين لكل واحد منهما، وبطبيعة الحال يفسر ذلك، بأن أي مؤسسة تبحث بشكل مباشر على زيادة حصتها في السوق لتحقيق مبيعات أكثر، وكذلك فإن زيادة الحجم تؤدي بالمؤسسات المندمجة سواء بشكل أفقي أو عمودي من الحصول على مزايا تنافسية (كما تم التطرق له في الدوافع).

وما يمكن أن يلاحظ –أيضا- على عمليات الاندماج والاستحواذ(السيطرة) التي تتم في الأسواق المالية، أنها تتم بطريقة ودية أو بطريقة عدائية، ويمكن أن نبين هذين المفهومين على النحو الآتي:

أ-الاندماج الودي Amicale:

تحدث هذه العملية بالتشاور مع إدارة المؤسسة المستهدفة، إذ تقوم المؤسسة المهاجمة (أو الدامجة) بعرض أساليب مختلفة للدفع، كأن تعرض مجالا للأسعار على المؤسسة المستهدفة، وأن تعرض عليها طريقة الدفع؛ نقدا أو بتبادل الأسهم.

وعموما، لو أن المؤسسة المهاجمة عرضت على مساهمي المؤسسة المستهدفة أن يكونوا حملة أسهم فيها بأي شكل من أشكال الدفع، فإن هذا الاندماج يطلق عليه اندماجا وديا[102]، كما يمكن أن يكون الاندماج وديا، عندما ينصح مجلس الإدارة المساهمين بقبول العرض المقدم من المؤسسة المهاجمة[103].

(102)- أ.م. قنديل، مرجع سابق، ص: 12.

103)- P.Vernimmen, Op.cit, P :934.

ب- الاندماج العدائي Hostile:

ويحدث ذلك ضد رغبة إدارة المؤسسة المستهدفة، فنجدها تقاوم عملية الاستحواذ أو الاندماج، نظرا لعدم قبولها للشروط المقدمة في العرض، كأن يشعر المسيرون للمؤسسة المستهدفة بأن السعر المعروض لشراء مؤسستهم جد منخفض، أو الرغبة في الاحتفاظ بوظائفهم بعد إتمام الاندماج، وعند شعور المؤسسة المهاجمة بذلك، بما يسبب عرقلة للعملية ستعيد الكرة مرة أخرى وذلك بسعر أعلى قليلا من المعروض أولا أو بإغراء حاملي أسهم المؤسسة المستهدفة عن طريق منحهم علاوة على أسهمهم نظير التنازل عنها، وذلك حتى يتسنى لها تحقيق عملية الاندماج[104].

وما دامت هذه العملية تحدث ضد رغبة إدارة المؤسسة المستهدفة، نجد أنه يتم تقديم العرض في الغالب مباشرة إلى مساهمي المؤسسة المستهدفة،[105] دون اللجوء والتفاوض مع إدارة المؤسسة التي نجدها غير موافقة بالنظر لعدم تحقق مصالحهم، ومن ثم يصبح التفاوض معهم مكلفا، بالمقارنة باللجوء للمساهمين بإعطائهم سعرا أعلى من السوق، يعبر عن علاوة تقوم بإغرائهم -خاصة صغار المستثمرين منهم الذين يهمهم العوائد[**] .

ولكي تمنع إدارة المؤسسة المستهدفة مثل هذه العروض، فإنها قد تسعى إلى البحث عن شريك صديق للاستيلاء على مؤسستهم، بدلا من المؤسسة الأولى صاحبة العرض الأول[106]، وهذا بعد إدراك فشلها في منع المؤسسة المهاجمة من خلال استعمال تقنية العرض المعاكس Contre-OPA للعرض[*] المقترح من طرف المؤسسة المهاجمة، ليستعملها (تقنية العرض المعاكس) الشريك الصديق للحصول على المؤسسة المستهدفة، التي تصبح محل صراع مقنن ومنظم داخل البورصة، ليفوز بها في الأخير من يكمل العملية إلى آخرها.

وفي الأخير، نشير إلى أن عمليات الاندماج قد حظيت بدراسات ميدانية عديدة تحاول تقييم أدائها في المجال التشغيلي والمالي، ومدى تأثيره على القيمة، بمعنى ما مدى مساهمته في رفع القيمة أو تحطيمها[107].

3-2-3: الشراكة: شكل آخر من أشكال التوسع الخارجي

تعتبر الشراكة شكلا من الأشكال الأساسية التي تميز التعاون Coopération أو التحالف الاستراتيجي Alliance stratégique . ونظرا لما يعرفه المفهوم من مصطلحات متباينة بين مختلف الكتاب (الأكاديميين)، نظرا للتطور الحاصل في هذا الشكل من الأشكال الاستراتيجية المنتهجة من طرف المؤسسات، خاصة في ظل المحيط التنافسي، يستعمل المصطلحان (التعاون أو التحالف)

---

[104])- أ.م. قنديل، مرجع سابق، ص: 12.

[105])- محمود صبح، مرجع سابق، ص:40.

[**]- لا يمارس صغار المستثمرين رقابة على الشركة (ليسوا مساهمين ذوو أغلبية)، وما يهمهم من الاستثمار المالي هي العوائد.

[106])- محمود صبح، مرجع سابق، ص:40.

[*]- للإشارة، تتم عمليات السيطرة (الاستحواذ) داخل السوق المالي في غالب الأحوال عن طريق تقنية العروض العمومية، وبالتحديد عن طريق العرض العمومي للشراء/ أو التبادل OPA/OPE. فحسب « P. Vernimmen(2002),P:934 فإن العرض العمومي هو الشكل الطبيعي للاستحواذ على مراقبة شركة في البورصة.

[107])- للاطلاع على جانب من هذه الدراسات الميدانية والمتعلقة بالمؤسسات بكندا والولايات المتحدة الأمريكية، أنظر على سبيل المثال إلى:

- C.Francouer, L'impact des fusions et acquisitions transfrontalières sur la richesse des actionnaires au Canada, Thèse de doctorat, Non publier, Université du Québec à Montréal, Septembre 2003, PP :03-41.

كمفهومين متجانسين لتغطية عدة أشكال تندرج ضمنها [108]. وعليه قبل الخوض في موضوع الشراكة (المشروعات المشتركة) لا بد أن نبين الفرق بينها وبين التحالف الاستراتيجي، مع تقديم مفهوم هذا الأخير.

3-2-3-1: مفهوم التحالف الاستراتيجي

يقصد بالتحالفات الاستراتيجية إحلال التعاون محل المنافسة التي قد تؤدي إلى خروج أحد الأطراف من السوق، فالتحالف الغرض منه التعاون و السيطرة على المخاطر والتهديدات التي تميز المحيط، وتتشارك الأطراف المتحالفة في الأرباح والمكسب التي تجنى منه[109].

وتتميز التحالفات أو التعاون بين المؤسسات بثلاث نقاط أساسية، وهي[110]:

- الاتجاه نحو هدف موحد بين الأطراف في إطار المشروع المشترك، مع الحفاظ على الاستقلالية التامة بين الشركاء خارج مشروع التعاون، بحيث أن كل شريك يبقى مستقلا من الناحية القانونية، ويبقى محافظ على أنشطته الخاصة به.
- وضع الموارد بشكل مشترك في إطار مشروع التعاون.
- يحصل كل الشركاء على المزايا الناجمة عن مشروع التعاون.

3-2-3-2: الشراكة في سياق التحالفات الإستراتيجية والفرق بينهما

يقتصر مفهوم التحالف أو التعاون الاستراتيجي عند البعض على المشروعات المشتركة فقط (هاريقان، Harrigan1985 ؛ هينار، Hennart1988 ؛ كوجيت، Kogut1988)، بينما نجد أن فريقا آخر يأخذ بعين الاعتبار ضمن التحالفات –بالإضافة إلى الشراكة- كل من المقاولة بالباطن، أشغال البحث والتطوير، الاتفاقيات التجارية والاتفاقيات المرتبطة بالامتياز التكنولوجي (أدلر، Adler1979 ؛ جيمس، James 1985)[111].

ومنه نستخلص، بأن عملية الشراكة تعد من أهم الصيغ التي تميز التحالفات الاستراتيجية، نظرا لإنشاء مؤسسات مشتركة تعزز التعاون والترابط بين المؤسستين المتحالفتين، إذ نجد أن هناك من ذهب إلى اعتبار الشراكة الجانب الوحيد الممثل للتحالف الاستراتيجي، غير أن عمليات التحالف الاستراتيجي أوسع من ذلك، كما بينها فكر التسيير الاستراتيجي، حيث تشمل كل أشكال التعاون التي سبق ذكرها من طرف التيار الثاني، يضاف لها عمليات الشراكة.

ومن بين التصنيفات الأكثر استخداما في الأدبيات الاستراتيجية لتقسيم عمليات التحالف أو التعاون بين المؤسسات نجد ما يلي [112]:

- التعاون بين المؤسسات عن طريق المساهمة في رأس مال المشروع المشترك Equity joint-ventures؛

---

[108])-A.Ouedraogo, Alliance stratégiques dans les pays en développement ; Spécificité, management et conditions de performance : une étude d'entreprises camerounaises et burkinabé, Thèse de PhD en Administration, Non publié, HEC Université de Montréal, Avril 2003 , P :41.

[109])- فريد النجار، التحالفات الاستراتيجية: من المنافسة إلى التعاون: خيارات القرن الحادي والعشرين، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999، ص:14.

[110])- لمزيد من التفصيل أكثر، أنظر إلى:

- A.Ouedraogo, Op.cit, P : 41-42.

[111])- - Ibidem, P : 41.

[112])- - Ibidem, P :42-43.

- تعاون المؤسسات دون المساهمة في رأس مال المشروع Non-equity joint-ventures، إذ تمثل تعاونا يتم على أساس تعاقد محض دون اللجوء لدفع أموال قصد إنشاء مشروع مشترك.

من هذا التصنيف، نلاحظ بأن مفهوم الشراكة -والذي يطبق خاصة في دول العالم الثالث- يتبلور عن طريق صيغة إنشاء مشاريع مشتركة والمساهمة في رأس مالها. وتبقى جميع عمليات التحالف أو التعاون الأخرى تندرج ضمن النوع الثاني الذي يتم عن طريق إبرام عقود تعاون دون اللجوء لإنشاء مؤسسات مشتركة.

وبناء على ما سبق، يمكن أن نميز بين مفهومين لعمليات التحالف أو التعاون الاستراتيجي والتي تعتبر الشراكة جزءا منه، فهناك المفهوم الضيق للتحالف؛ والذي يعتبر أن عمليات التحالف تتم من خلال إنشاء شراكة (مشروع مشترك) فقط بالمساهمة في رأس مالها، والمفهوم الثاني الموسع للتحالف؛ الذي يتضمن عمليات الشراكة بشكل أساسي، بالإضافة لأشكال أخرى الغرض منها هو عمليات التعاون بين المؤسسات كأشغال البحث والتطوير، الاتفاقيات التجارية،...الخ.

ومع التطور التكنولوجي الحاصل وبروز وتزايد ظاهرة العولمة أصبحت عمليات التحالف تميل أكثر نحو النمط الحديث الذي يتميز باللجوء أكثر إلى لعمليات خارج الشراكة، هذه الأخيرة التي أصبحت تمثل الشكل التقليدي لعمليات التحالف، في حين توسم العمليات الأخرى بالتحالفات الحديثة. وكلا المجموعتين سواء كانت التحالفات الحديثة أو الشراكة (التحالف التقليدي) تعمل على تكملة ما لم تستطع المؤسسة عمله لوحدها، غير أنه توجد على الأقل أربع جوانب اختلاف بينهما، تتمثل فيما يلي[113]:

أولا: غالبا ما توجد التحالفات الاستراتيجية الحديثة في صلب الاستراتيجية، بالمقارنة بالشراكة التقليدية Les joint-ventures traditionnelles التي لا تكون كذلك. ففي الماضي، قل ما نجد مؤسسات ترتبط في نشاطها الأساسي Métier بشركاء، فالمؤسسات التي تجعل من عملية الشراكة حجر الزاوية لاستراتيجيتها المنتهجة نجدها تمثل حالات استثنائية، إذ يرتبط القيام بالشراكة –عموما- بالرغبة في استغلال الفرص الخاصة، والتي تكون منسجمة مع الأولويات الاستراتيجية الحقيقية للمؤسسة. كما نجد أنه نادرا ما تستعمل الشراكة من طرف المؤسسات الكبرى الباحثة عن أسواق جديدة أو تكنولوجيا جديدة. فالهدف الأساسي من الشراكة يتمثل في الغالب في تحقيق اقتصاديات الحجم والحصول على أقسام Segments من السوق الذي تنشط به المؤسسة.

ثانيا: تتشكل الشراكة انطلاقا من موارد محددة بدقة ومخاطر معروفة في غالب الوقت، يتم تحملها من طرف الشريكين، كما هو الشأن في قطاع البترول، حيث يعلم كلا الشريكين بشكل واضح ماذا يقدم وماذا سيربح من خلال الشراكة. بينما، تتضمن التحالفات الجديدة جانبا كبيرا من حالة عدم التأكد في ما يرتبط بقيمة الموارد الموضوعة المشتركة التي تكون عرضة للتذبذبات Les turbulences الخارجية. وبناء على ذلك، تكون القيمة النهائية لمساهمة كل شريك في التحالف بالإضافة إلى قيمة المنافع التي سيتم جنيها منه صعبتا التحديد والقياس في بداية إنشاء التحالف.

ثالثا: غالبا ما تتم التحالفات الجديدة بين عدة شركاء (أكثر من شريكين)، بينما تتم الشراكة في الغالب بين شريكين فقط. وعموما، لا تهدف التحالفات إلى التعاون قصد إنتاج منتج وحيد، كما يحدث في

---

[113])- Y.Doz et G.Hamel, L'avantage des alliances : logique de création de valeur, Traduit de l'américain par M-F.Paviellet, Dunod, Paris, 2000, P : 10-12.

الشراكة، بل تهدف بشكل متزايد لتطوير أنظمة وحلول لمشاكل معقدة، والتي تحتاج بدورها لموارد وإمكانيات عدد كبير من الشركاء، يصعب لطرف واحد تحمل تكاليفها ومخاطرها.

رابعا: باعتبار، تميز عمليات التحالف الجديدة بدرجة كبيرة من حالة عدم التأكد، مما يجعلها أقل استقرار ونظرا لوجودها في إطار عال التنافس، ستكون إدارتها من الصعوبة بمكان. ففي البداية، لا نعلم على وجه اليقين الموارد التي نحتاجها ولا الطريقة الصحيحة لوضعها في إطار التحالف. وتبقى في هذا الإطار الخبرة هي الوحيدة التي تسمح بإدارة الواجهة بين الشركاء و إدارة علاقاتهم في نمط التحالف الجديد. كما تكون العلاقة بين الشركاء غامضة، فالمتحالف اليوم معك من الممكن أن يصبح منافسك في الغد. وقد تعترض الدخول في التحالفات الجديدة مخاطر ناتجة عن وجود ترابطات بينية تشغيلية واستراتيجية غير متوقعة ينتج عنها التزامات ناجمة عن اتفاقيات سابقة قام بها أحد الشركاء أو أكثر.

3-2-3-3: مفهوم الشراكة

تمثل الشراكة أو المشروع المشترك -والتي تمثل المفهوم التقليدي للتحالف- عقدا يتم بين طرفين (مؤسستين)، على الأقل (في الغالب بين مؤسستين) حيث يسعى كل واحد منهما إلى تحقيق أهدافه من خلال هذا العقد، وينتج عن عقد الشراكة إنشاء مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية يملك رأس مالها المؤسستان الشريكتان.

يمكن اعتبار الشراكة بأنها عملية تدخل في إطار التوسع الخارجي، غير أنها تختلف عن عمليات الاندماج والاستحواذ، وذلك من حيث أنها لا تمس بالشخصية المعنوية لأي طرف عكس الاندماج الذي يمس بشخصية الطرفين أو طرف على الأقل، وعليه فالشراكة تتم من خلال تعاون الشركات بإنشاء مشروعات مشتركة.

وتعد صيغة عقود الشراكة المبرمة بين مؤسسات الدول النامية[114] والمؤسسات الأجنبية من أهم الصيغ[**]، كونها أصبحت تعرف انتشارا واسعا، بالنظر لما تحققه من أهداف لكلا الطرفين، حيث تقدم الفرص لكل شريك للاستفادة من الميزات النسبية للطرف الآخر[115]، ويعتبر هذا النوع من العقود شكلا من أشكال ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالاستثمارات الأجنبية المباشرة IDE للدول النامية، باعتبار أن هذه المشروعات المشتركة تقع في هذه الدول، وتتمثل المزايا التي يتوفر عليها كلا الشريكين في عقود الشراكة بين مؤسسات الدول النامية والمؤسسات الأجنبية (عموما متعددة الجنسيات) في ما يلي[116] :

أ- **الشركاء المحليون**:

- يملكون المعرفة الجيدة لوضعية السوق المحلية، بالإضافة إلى معرفتهم باللوائح والقوانين والروتين الإداري؛

---

[114])- للاطلاع على الشراكة وعمليات التحالف الاستراتيجي في الدول النامية، أنظر على سبيل المثال إلى:
- A.Ouedraogo, Op.cit.

[**]- سنحاول التركيز على هذا النوع من الشراكة (مؤسسات لدول متطورة- مؤسسات لدول نامية) باعتبارها الشكل الذي تعرفه بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

[115])- هواري سويسي، مرجع سابق، ص:38-39.

[116])- ياليس كارموكولياس وآخرون، المشروعات المشتركة الدولية في البلدان النامية، في: مجلة التمويل والتنمية، المجلد34، العدد 01، واشنطن، مارس 1997، ص:24.

- فهم أسواق العمل المحلية؛
- بالإضافة لما تتوفره من بعض الإمكانيات الصناعية الموجودة بالفعل.

ب- الشركاء الأجانب:

- تقديم تكنولوجيا الصناعة والإنتاج المتقدم؛
- تقديم الخبرة في مجال التسيير؛
- إتاحة الفرصة للدخول إلى أسواق التصدير.

كما تمثل المشاركة في مشروع جديد مع مؤسسة أخرى لكلا الطرفين مساهمة قليلة من راس المال المطلوب (التركيبة المالية للمشروع)، إذا ما قورنت بإقامة المشروع من جانب واحد[117].

يطرح مثل هذا النوع من الشراكة -التي تحدث بين شريك من الدول النامية وآخر من الدول المتطورة مشاكل- تصعب عملية التفاوض، أبرزها ما يلي[118]:

- مشاكل التقييم: يجلب كل شريك أصولا مالية وأصولا أخرى، هذه الأخيرة كثيرا ما يصعب تحديد قيمتها، فقد يجلب أحد الأطراف مشروعا قائما، قد لا تكون له حصص من الأسهم التي يتم التعامل فيها في السوق الثانوية، ويعتبر مشكل التقييم من أعقد المشاكل التي يجب إيجاد حلول لها أثناء عملية المفاوضات*.

- الشفافية: قد يكون الحصول على البيانات الدقيقة التي يبنى عليها التقييم، والقرارات الأخرى (كتقييم الشراكة في حد ذاتها –التقييم لأغراض التسيير) أمرا صعبا في بعض البلدان خاصة تلك التي تستخدم معايير محاسبية تختلف عن المعايير الدولية، ناهيك عن مصداقية المعلومة في الأساس وعدم وجود /أو نضج الجهات التي تسمح بشفافية أكثر للمعلومات كالأسواق المالية خاصة في البلدان النامية.

- حل المنازعات: يتضمن العديد من اتفاقيات المشروعات المشتركة، الطريقة التي يمكن بها حل المنازعات بين الشركاء، ولهذه البنود أهميتها نظرا لأن المنازعات أمر حتمي في علاقة متعددة وديناميكية مثل المشروع المشترك الذي يطمح فيه كل طرف لتحقيق أهدافه التي أحيانا ما تكون متضاربة.

وعموما تعتبر الاتفاقية المناسبة في عقود الشراكة بشكل عام الناتجة عن التفاوض بين الطرفين العنصر الحيوي لنجاح العملية، من خلال وصول كل طرف لإشباع وإملاء شروطه التي من شأنها أن

---

[117])- هواري سويسي، مرجع سابق، ص: 39.

[118])- ياليس كارموكولياس وآخرون، مرجع سابق، ص:25.

*- الحديث عن الشراكة عند تحديد حصة كل شريك -مما يتطلب عملية التقييم- يدخل في إطار التقييم لأغراض التفاوض، كما يمكن للشراكة من منظور التسيير الداخلي للمؤسسة أن تكون خيارا أو عملية تم اتخاذها مما يستوجب تقييما لما ستضيفه للمؤسسة ككل ، فهنا نجد أن العملية تدخل في إطار التقييم لأغراض التسيير الداخلي للمؤسسة، ونفس الأمر بالنسبة لعمليات الاندماج والاستحواذ، إذ ينظر لها من زاويتين فعند التفاوض في تحديد قيمة المؤسسة سيكون المنظور المتبع للتقييم هو أغراض التفاوض، أما إذا كان ينظر للعملية من منظور تسييري بمعنى هل يتخذ القرار بالقيام بالعملية أم لا؟ فيكون المنظور للتقييم هو أغراض التسيير الداخلي للمؤسسة.

تحقق أهدافه، ولكي يستفيد الشريك المحلي المنتمي للدول النامية من المزايا التي تقدمها الشراكة يجب عليه أن يفاوض من مركز قوة لتعظيم مكاسبه.[119]

يمكن أن تسهم عمليات الشراكة في رفع قيمة المؤسستين الأصليتين من خلال الحصول على مزايا التعاون الذي يمكن الحصول عليه من الشركة المشتركة والذي يدخل في خانة أثر التعاضد،حيث يمكن لكل طرف من تعزيز رفع قيمته من خلال قوة التفاوض. وعليه، يمكن القول إن عمليات الشراكة قد تسهم في رفع قيمة المؤسسة إذا ما تمت العملية بشكل مدروس، كما قد ينتج عن العملية في بداية المراحل أو في مراحل متقدمة تقليص في قيمة المؤسسة عندما تحقق المؤسسة المشتركة خسائر معتبرة، مما يفرض على الشركاء اتخاذ قرارات صحيحة لتقويمها أو إنهائها للحفاظ على قيمة مؤسستيهما من التدهور بسبب ذلك.

خلاصة واستنتاجات:

بعد استعراض للقرارات المالية والاستراتيجية وتأثيرها على قيمة المؤسسة، يمكن استنتاج ما يلي:

- تتخذ على مستوى المؤسسة العديد من القرارات التي تجسد الفعل التسييري لها، وتتعدد التصنيفات التي أوردها الفكر التنظيمي والتسييري بشأن القرار داخل المؤسسة، إذ نجد من بين تلك التصنيفات التصنيف المرتكز على أهمية القرار الذي نجده يستعمل كثيرا في مجال التسيير الاستراتيجي، حيث يقسم القرارات إلى قرارات تشغيلية، تكتيكية واستراتيجية، كما نجد تصنيفا آخر يرتكز على وظائف المؤسسة. وبين هذين التصنيفين وباعتبار أن مجال دراستنا يستهدف القرارات المالية، نجد أن هذه الأخيرة تتبعهما باعتبارها تابعة للوظيفة المالية حسب طبيعتها، وتعتبر قرارات ذات أهمية بالغة إذ يتم اتخاذها على مستوى الإدارة العليا لما لها من تبعات خطيرة على حياة المؤسسة مما يجعلها تتصف بالبعد الاستراتيجي.

- وتقسم القرارات المالية حسب ما جاءت بهذه النظرية المالية وحسب ما هو متعارف عليه في أوساط القائمين على المؤسسات إلى صنفين أساسيين يعكسان الوظيفة المالية بالمؤسسة والتي تهتم بجلب الموارد المالية؛ ومن ثم تبحث في القرارات المرتبطة بالتمويل من جهة، ثم تبحث عن الآليات الممكنة من استخدامها بشكل يتميز بالكفاءة، مما يجعلنا أمام القرارات الاستثمارية، من جهة أخرى. وضمن هذين القرارين، تصنف قرارات الهيكل المالي وقرارات توزيع الأرباح ضمن قرارات التمويل، وقرارات التوسع الداخلي والخارجي ضمن قرارات الاستثمار.

- وعموما، تحاول جل الدراسات المتعلقة بالقرارات ضمن النظرية المالية معرفة ما مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة من عدمه، وقد كانت محل تيارات مؤيدة ومعارضة لها، لكن يبقى أن جميع النظريات، قد بنيت على افتراضات صعبة التحقيق على أرض الواقع. وعليه، يمكن أن نستنتج بأن القرارات المالية في ظل الواقع يمكن أن تعظم قيمة المؤسسة، كما يمكن أن تحطمها. لذلك، فالأمر متروك لقدرة المديرين في اتخاذ القرارات المناسبة في الظرف والوقت المناسبين، بما يمكن من رفع قيمة المؤسسة. فكثيرا من عمليات النمو الخارجي-حسب الدراسات الميدانية- أدت إلى تخفيض قيمة المؤسسات المهاجمة في البورصة عند اندماجها أو استحواذها. وعليه، فعملية تأثير القرار واردة على قيمة المؤسسة، مما يجعل من عملية تسيير هذه القرارات أمرا من الأهمية بمكان، الأمر الذي يطرح ضرورة تبني أساليب التسيير المناسبة لذلك.

[119])- هواري سويسي، مرجع سابق، ص:39.



الفصل السابع: تقييم المؤسسة لأغراض اتخاذ القرار في إطار التسيير الداخلي بالمؤسسة

المبحث الأول: نظرة تاريخية لنماذج قياس خلق القيمة /تقييم الأداء.
المبحث الثاني: الطرق الحديثة لقياس خلق القيمة.

الفصل السابع: تقييم المؤسسة لأغراض اتخاذ القرار في إطار التسيير الداخلي بالمؤسسة

تهدف المؤسسة الاقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة في بورصة القيم إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وذلك كما جاءت به النظرية المالية الحديثة- التي تتمحور معظم نظرياتها ودراساتها حول قيمة المؤسسة- من جهة، وبالنظر لتطور نظرية هدف المؤسسة من جهة أخرى. ولعل ما يبرر ويدعم ما سبق، هو أن استمرارية المؤسسة –هدف إنشائها- مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى خلق القيمة création de la valeur . لذلك نجد من بين ماينبغي أن يقوم به مسيرو المؤسسات في ذلك المسعى توجيه مختلف القرارات، خاصة منها المالية ذات الطبيعة الاستراتيجية نحو ذلك الهدف.

إن المؤسسات التي تتبنى ذلك الطرح بشكل عملي، إذ تجعل من القيمة المحرك والهدف الذي ترتكز عليه عملية التسيير، يحتم عليها ضرورة إجراء عملية التقييم الدوري سواء للمؤسسة ككل أو لفروعها أو لوحداتها الاستراتيجية (نشاط معين) بما يسمح لها بالوقوف على قيمتها، ومن ثم ليتسنى لها اتخاذ التدابير والقرارات المناسبة. وفي نفس الإطار تمكن عملية التقييم –أيضا- من معرفة مدى مساهمة وتأثير القرارات المقترحة خاصة الاستراتيجية والمالية منها على قيمة المؤسسة، ومن ثم اختيار البدائل الاستراتيجية والمالية المتاحة المناسبة، الأمر الذي يساعد في النهاية على ترشيد قرارات المؤسسة.

إن ما سبق، يتجاوز الجانب الاستراتيجي والمالي، حيث يمتد لكافة مستويات المؤسسة، وعليه نجد أن الجوانب التشغيلية اليومية والمتكررة هي الأخرى توجه لخدمة هدف تعظيم قيمة المؤسسة، ومن ثم فكل مسيري المؤسسة عند جميع المستويات وحتى عمالها يمكن ربطهم وتسخيرهم في خدمة ذلك الهدف (كقياس الأداء بواسطة القيمة، ربط المكافآت بخلق القيمة،...).

يندرج الحديث عن تقييم المؤسسة أو قياس قيمة المؤسسة لأغراض ترشيد اتخاذ القرارات صوب تعظيم قيمة المؤسسة، في إطار ما يعرف في أدبيات التسيير بنظام التسيير بالقيمة* Le système de gestion par la valeur . ذلك، لأن ما يميز أي نظام للتسيير بالمؤسسة هي عملية اتخاذ مختلف القرارات التي تمثل المرحلة الهامة داخل مساره. فمن بين التعاريف المقدمة بشأن علم التسيير نجد " أنه علم القرارات الاستراتيجية والتكتيكية داخل المنظمات"[1]. ونظرا لأهمية وحساسية عملية اتخاذ القرار في حياة المؤسسة نجد أنه قد تم استعمال مفرداتها حتى في تعريف المؤسسة نفسها، فمن بين التعاريف المقدمة بشأن المؤسسة هي: " كل وحدة لاتخاذ القرارات، ذات شخصية اعتبارية أو معنوية، تسعى لتحقيق هدف مالي أو اقتصادي محدد أو مجموعة من الأهداف معا"[2].

* - للضرورة البحثية، سيتم التطرق لمعالم نظام التسيير بالقيمة في الفصل الأخير من الأطروحة، المخصص للجانب الميداني للبحث، حيث يتم التطرق لمراحل وضعه حسب ما تقترحه بعض مكاتب الاستشارة مع تطبيق ذلك كل ما أمكن على المؤسسة محل الدراسة.

1)- A.C.Martinet et A.Silem (Avec le concours des autres), Lexique de gestion, 5e édition, Dalloz, Paris, 2000,P : 212.

2)- يحي إبراهيم علي، قيمة المنشأة والاتجاهات المعاصرة في إدارة راس المال العامل، مكتبة جامعة عين شمس، لقاهرة، 1993، ص: 13.

المبحث الأول: نظرة تاريخية لنماذج قياس خلق القيمة/تقييم الأداء

توجد عدة مؤشرات لقياس خلق القيمة La création de valeur، إذ تندرج ضمن نموذجين أساسين – حسب الجرد المقدم من طرف كل من (هيريجواين، 1993) و(كابي وهيريجواين، 2001)[3] - وهما:

- نموذج خط القيمة La droite de valeur والنماذج المشتق منه[4]؛
- نموذج التقييم المالي.

كما توجد العديد من مؤشرات خلق القيمة المرتكزة على التقييم المالي، حيث أن كل واحد منها عرف انتشارا وسمعة في وقته في سياق تاريخ علوم التسيير. وتعتبر طريقة EVA [5] من الطرق التي لاقت استعمالا واسعا في هذا المجال (خلق القيمة). إذ نجدها قد ساعدت في تطوير طرق، حيث كانت امتدادا لها والشكل المكمل لها، ونافست طرقا أخرى، كانت جميعها تستعمل في قياس المردودية، وذلك منذ بداية القرن العشرين للمؤسسات الحديثة آنذاك[6].

وللإشارة، تندرج مؤشرات خلق القيمة في ما يعرف بنظم قياس (تقييم) الأداء، والتي كانت في بدايات ظهورها عبارة عن مقاييس أداء محاسبية تقليدية. إلا أنه بالنظر لقصورها[7] ومع تطور المؤسسات ومحيطها، ظهرت أدوات قياس حديثة؛ منها بعض المقاييس المحاسبية المطورة، كمقاييس القيمة الاقتصادية، والتي تعد امتدادا وتطويرا لبعض المقاييس المحاسبية المقدمة في سنوات الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي، والتي أبرزها مقياس الربح المتبقي.

هذا وتلعب نظم قياس الأداء دورا رئيسيا في[8]:

---

[3])- للاطلاع على ذلك أنظر إلى:
- G.Hirigoyen, Nouvelles approches du lien stratégie finance, in : Revue française de gestion, N°92, Janvier-février 1993, PP : 64-73.
- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, 2e édition, Economica, Paris, 2001, PP : 15-32.

[4])- نظرا للضرورة البحثية، باعتبارنا ندرس نماذج التقييم سوف لن نتطرق لنموذج خط القيمة والنماذج المشتقة منه، فللاطلاع على ذلك، أنظر على سبيل المثال إلى:
- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP : 15-20.

[5])- بالإضافة إلى "مقياس القيمة الاقتصادية المضافة"، قدمت العديد من الشركات الاستشارية مقاييس أخرى للقيمة الاقتصادية فيما وصفه Myers, 1996 بحرب المقاييس Metric wars ، وعلى سبيل المثال قدمت شركة Boston Consulting Group s Holt Value Associates مقياس معدل العائد على الاستثمارات وفقا للتدفقات النقدية CFROI، وقدمت شركة Alcar مقياس التدفقات النقدية المخصومة DCF وقدمت شركة Marakon Associates مقياس الأرباح الاقتصادية المخصومة DEP ، كما قدمت شركة KPMG Peat Marwich نظام إدارة القيمة الاقتصادية Economic Value Management EVM . في:
- R. Myers, The metric wars, CFO; The magazine for chief financial officers. in:
هالة عبد ا الخولي، دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال، في مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد:56، الناشر جهاز الدراسات العليا والبحوث كلية التجارة- جامعة القاهرة، 200، ص:101.

[6])- A.D.Chalandler, Organisation et performance des entreprises .In : A. Nabet , Les systèmes de gestion par la valeur : une analyse de leur impact sur les logiques de contrôle de deux groupes français, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Non publier, Université Paris 09 dauphine, 2001, P :85-86.

[7])- للاطلاع على تحليل نقدي لمؤشرات الأداء المحاسبية وأوجه قصورها، أنظر على سبيل المثال إلى:
-F.Pierre et E.Besançon, Valorisation d'entreprise et théorie financière, Edition d'organisation, Paris, 2004, PP :14-61.

[8])- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:101.

- تطوير الخطط الاستراتيجية؛
- تقييم مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها؛
- مكافأة المسيرين.

ويندرج دور التقييم في ترشيد القرار من خلال مدى تعظيمها لقيمة المؤسسة في ظل ذلك.

وللأهمية التي تتمتع بها طرق مقاييس القيمة الاقتصادية، وبالأخص القيمة الاقتصادية المضافة سنفرد لها مجالا واسعا من الدراسة[***]. غير أنه قبل الخوض في مفهوم هذا المقياس والمقاييس الحديثة لقياس خلق القيمة، لا بد أن نتحدث عن التطور التاريخي لأدوات قياس المردودية التي يعتبر هذا المقياس امتدادا لها والشكل الأكثر تطورا لها في سياق تطورها التاريخي، خاصة إذا ما علمنا أن معالم هذا التطور برزت بشكل كبير في الانتقال من المفهوم المحاسبي إلى المفهوم الاقتصادي من جهة، ومن جهة أخرى التحول أكثر من النظر لمردودية وقيمة المؤسسة من منظور داخلي (تسيير داخلي) فقط نحو المنظور الخارجي والمتمثل في وجهة نظر السوق المالي من خلال المساهمين الذين يمثلون عنصرا خارجيا على المؤسسة، حيث يستعمل المؤشر وفق ذلك كوسيلة اتصال تبين مستوى أداء المؤسسة المسعرة لجمهور المستثمرين في السوق المالي.

1-1: مؤشر العائد على الاستثمار ROI[**]

يعتبر" العائد على الاستثمار" من المؤشرات الأساسية المستعملة لقياس الأداء للمؤسسات الصناعية، خاصة مع بداية القرن العشرين[9]. ويقدم هذا المؤشر في شكل نسبة محاسبية، باعتبار أنه يتم الحصول على مكونيه من الكشوف المحاسبية، ليتم تشكيل علاقة بين الأموال المستثمرة والنتيجة المصاحبة لها، بحيث يمكن من خلالها معرفة معدل العائد الناجم عن تلك الأموال المستثمرة، وتحسب في شكل؛ النتيجة الصافية/ رأس المال.

يسمح تحليل هذه النسبة بمعرفة ثلاث تأثيرات أساسية ملخصة ضمنها وهي؛ تسيير الهوامش، تسيير الأصول خاصة معرفة معدل دوران الأصول المتداولة، وأخيرا الأثر الخاص بالمبيعات المرتبط بالسوق.[10]

ولقد استعمل هذا المؤشر في الأصل لغرض رفع فعالية المديرين بالمؤسسات، وبالأخص المهندسين منهم الذين نجدهم لا يمارسون التسيير إلا في الميدان[11]، ونجدهم لا يملكون شهادة من معهد أو جامعة في مجال التسيير. كما يستعمل هذا المؤشر في الحالة التي يتم فيها الاعتماد على اللامركزية في التسيير، من خلال ما يعرف بتسيير الأنشطة عن طريق الأقسام؛ حيث يتم التقسيم على أساس المنتجات، المسارات، الأسواق والزبائن، إذ نجده من بين الأدوات المستعملة لرفع أداء مسؤولي الوحدات الذين يتم دفعهم وتشجيعهم لتطوير اتخاذ القرارات اللامركزية على مستوى وحداتهم[12]، حيث يصبح المؤشر مقياسا لأداء مديري الوحدات والأقسام والوسيلة التي يتم من خلالها تقييم أدائهم من طرف مسؤوليهم (الإدارة العليا).

[***]- وذلك للانتشار الواسع والسمعة التي يتمتع بهذا المقياس في أوساط المؤسسات المتبنية لنظام التسيير بالقيمة والمستثمرين الماليين، دون أن يقلل ذلك من شأن المقاييس الأخرى، باعتبار الدراسة تستند على الجانب النظري لهذه المقاييس الاقتصادية المرتبطة بقياس القيمة (التسيير بالقيمة) .

[**] - ROI : Return On Investment.

[9])- -A. Nabet , Op.cit, P :86.

[10])- H.Bouquin, Le contrôle de gestion, 4e édition, PUF, 1998, P : 258.

[11])- R.Teller, Le contrôle de gestion- pour un pilotage intégrant stratégie et finance, Les essentiels de la gestion, Editions management et société, 1999, P : 109.

[12])- Idem.

إن ما جعل هذا المؤشر يحوز على أهمية في تلك الفترة وصالحا للاستعمال، نتج عن ثلاثة أسباب رئيسية هي:[13]

- أخذه في الحسبان للأداء الكلي للمؤسسة Une entité ، يضاف إلى ذلك اعتباره أداة تؤدي لتوافق (اتساق) أهداف المنظمة وأهداف الأفراد؛
- يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالمؤسسة، والاستثمارات الجديدة؛
- يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل المؤسسة، وبين المؤسسة والمؤسسات المنافسة لها أو بينها وبين فرص استثمارية أخرى.

من خلال ما سبق، يتضح بأن هذا المؤشر يسمح بحساب الأداء الكلي للمؤسسة، ومن ثم نجده يعطي صورة عامة لها لكي يتيح للمسيرين عقد المقارنة في الأداء بين المؤسسات المتواجدة في نفس القطاع أو بين فرص استثمارية أخرى، كما يسمح هذا المؤشر بتقييم أداء المسيرين أنفسهم عبر السنوات الماضية و من خلال التوقعات التي يعدونها. كما أن هذا المؤشر يمكن أن يستعمل أيضا في حساب مردودية كل وحدة أو قسم أو بشكل عام كل مركز مسؤولية على حدى، حيث يتم من خلاله تقييم أداء المسؤولين عنها، وعقد مقارنات بين مختلف مراكز المسؤولية وتتبع الأداء من خلال المقارنة مع السنوات الماضية.

وباعتبار، أن هذا المؤشر نجده يستعمل في قياس أداء المسيرين المسؤولين على مختلف مراكز المسؤولية الموجودة بالمؤسسة، سيجعل من هؤلاء يتفانون في العمل على رفعه (المؤشر) من خلال اتخاذ القرارات الصائبة والسليمة، ومن ثم تحسن أداء الوحدات وبشكل عام المؤسسة، ليصبح هذا المؤشر عبارة عن أداة تجعل من أهداف كل من الأفراد المتمثلة في تعظيم مصالحهم متوافقة مع أهداف المؤسسة الرامية لتحسين أدائها.

ويسمح هذا المؤشر أيضا بتقديم معلوما ت هامة حول مردودية الاستثمارات الموجودة بالمؤسسة المتمثلة في البحث عن نقاط القوة والضعف لها، ليتم على إثرها اتخاذ القرارات الصائبة التشغيلية منها والاستراتيجية (كقرار التنازل،...). كما نجده يستعمل كأحد أساليب اختيار الاستثمارات عندما تريد المؤسسة اقتناء استثمارات جديدة، حيث يتم تقدير النتيجة التي يمكن أن يقدمها الاستثمار الجديد ليتم على إثرها حساب العائد المتوقع تقديمه إذا ما تم اقتناؤه وتوظيفه داخل المؤسسة.

بالرغم من المزايا السابقة الذكر التي جعلت من هذا المؤشر يحظى باستعمال واسع، نجد أنه يطرح عدة مشاكل وسلبيات يمكن أن تحد من مزاياه، وذلك لسببين رئيسيين هما[14]:

- إمكانية إنتاج الطرق المستعملة المختلفة لحساب قاعدة الاستثمار (على سبيل المثال استعمال التكلفة التاريخية أو قيمة السوق) لمعدل مردودية مغلوط يؤدي إلى إضعاف العلاقة بين ربحية الأقسام (الوحدات) La profitabilité divisionnelle وربحية المؤسسة La profitabilité de l'organisation.
- البساطة الكبيرة والسطحية لهذا المؤشر كأداة قياس تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات.

ومن بين الانتقادات التي توجه لهذا المؤشر، عدم اعتبار بعض الدارسين المردودية الهدف الوحيد المنشود من طرف المؤسسة، ففي نظرهم تعد الأهداف التجارية من الأهداف الأساسية التي

---

[13])- A. Nabet Op.cit, P :88.
[14])- RN.Anthony et J.Dearden, Management control systems :text and cases,. in: Idem.

تسعى المؤسسة إلى تحقيقها، من جهة، ومن جهة أخرى نجد أن القياس السنوي للمردودية يدفع بالمسيرين إلى تفضيل المشاريع ذات المردودية الآنية (فترة استرداد قصيرة)، إذا ما تم الاعتماد على القيمة الصافية للأصول، أو الاستثمار بشكل سريع، إذا ما تم استعمال القيمة الإجمالية للأصول، بمعنى آخر أن عدم الانسجام يفسر بالأخص في أن مردودية الأصول التي تتجاوز مدة تحقيقها (دورانها) السنة نجدها -وفق هذا المؤشر- تحسب ويتم الحكم عليها من خلال سنة واحدة [15].

وعليه، يعتبر ذلك إجحافا لكثير من الاستثمارات، والتي في أغلبها تدر عوائد في فترة تفوق السنة، كما أن بعض الاستثمارات نجد أن مدة إنجازها تتجاوز السنة، فباستعمال هذا المؤشر باعتباره مقياس أداء للمسيرين سيعمل على دفعهم لاختيار استثمارات لا تتجاوز عوائدها ومدة إنجازها السنة، لغرض الحساب الدقيق للعائد؛ فإذا ما تم اختيار استثمار يحقق عوائد تتجاوز السنة، فإن العوائد التي تتحقق خارج السنة الأولى لا يتم احتسابها ضمن المؤشر الأمر الذي يعطي عائدا على الاستثمار أقل من عائده الحقيقي. فهذا التوجه سيؤدي بالمؤسسة إلى تضييع فرص عدة تسمح بتحسين أوضاعها.

لقد دفعت الآثار السلبية الملاحظة في هذا المؤشر لتطويره. فبعد نهاية الحرب العالمية الثانية، تغيرت إستراتيجية المؤسسات، إذ أصبحت تقوم بتنويع أنشطتها وتلجأ إلى عمليات التوسع الخارجي من خلال حيازة مؤسسات تابعة لقطاعات اقتصادية أخرى، غير أن هذا الارتفاع المكثف في حجم الاستثمارات المصاحبة لعمليات التنويع كثيرا ما أدى إلى إضعاف تحكم المسيرين في النشاط الأصلي لهذه المؤسسات[16].

فعلى إثر هذه الوضعية، أصبح المؤشر "العائد على الاستثمار" –الذي لم يكن سوى أداة إحصائية تستعمل لقياس الأداء يفرض نفسه بقوة كمؤشر اتصال داخلي يستعمل في الاستثمارات طويلة الأجل (طابع استراتيجي)، كما بات معيارا أو إشارة توجه من أعلى الهرم في التسيير إلى أسفله قصد إلقاء المسؤولية على عاتق مديري الأقسام ومدري المؤسسات الفرعية[17].

بالرغم من التطور الحاصل في هذا المؤشر المصاحب لسلوك المؤسسات الجديد، لم يسلم من الانتقادات الكثيرة عند استعماله، والتي سجلت في سنوات الستينات[18]، والتي من بينها-وبشكل أساسي- أنه لا يأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال[19]. وقد بات أمر قصور هذا المؤشر وعدم صلاحيته في قياس المردودية الاقتصادية، معروفا لدى كثير من المهتمين بمقاييس أداء المؤسسات[20]. فأمام هذا الوضع، برزت طريقة جديدة في التسيير تعتمد على مؤشر منافس لـ"العائد على الاستثمار" يسمى بـ"الربح المتبقي".

15)- H.Bouquin, Op.cit, P : 261.
16)- R.Teller, Op.cit, P : 109.
17)- Idem.(بتصرف)
18)- RN.Anthony et J.Dearden, Management control systems :text and cases, in: A. Nabet ,Op.cit, P :89.
19)- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:105.
20)- H.Bouquin, Op.cit, P : 264.(بتصرف)

1-2: الربح المتبقي

لقد تم استعمال مؤشر "الربح المتبقي"RI[**] لأول مرة في الميدان في سنوات العشرينيات من القرن الماضي، حيث أكد "سلون" Sloan في كتابه "سنواتي مع جنرال موتورز"[*] أن المؤسسة قد استعملت في تلك الفترة، مؤشرا جديدا يتمثل في الربح المتبقي، بحيث تم استعماله مع المؤشر المحاسبي الأكثر استعمالا وشيوعا في تلك الفترة والمتمثل في العائد على الاستثمار[21]، ومرد استعمال هذا المؤشر الجديد، إلى أن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار، إنما ضمان ربح يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستعملة.

كما قد حظي هذا المؤشر الجديد، باهتمام خاص في سنوات الخمسينيات من القرن الماضي بالولايات المتحدة الأمريكية من طرف مؤسسة "جنرال إلكتريك"[22]، والتي يرجع البعض[23] السبق لها في استعماله (في الميدان)، بالرغم من أنهم يشيرون إلى وجوده قبل استعماله من طرف هذه المؤسسة.

ولعل إرجاع السبق والفضل في بروز هذا المؤشر وتطبيقه في الميدان لمؤسسة "جنرال الكتريك" هو الاعتماد على هذا المؤشر كوسيلة لقياس الأداء، عقب نهاية الحرب العالمية الثانية التي بدأ يشهد فيها مؤشر "العائد على الاستثمار" انتقادات لاذعة ويعرف محدودية في تقييم الأداء والتسيير، على عكس ما قامت به مؤسسة "جنرال موتورز" في سنوات العشرينيات من القرن الماضي، حينما استعملت المؤشر بشكل ثانوي بمعية المؤشر الأساسي المعروف آنذاك والذي كان في أوج شهرته في أوساط مسيري المؤسسات، والمتمثل في " العائد على الاستثمار".

وقد قدم مؤشر "الربح المتبقي" للتغلب على عيوب العائد على الاستثمار، بحيث أنه يتضمن تحميلا على الربح يمثل تكلفة رأس المال[24]، في شكلها البدائي، والمتمثلة في تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في معدل فائدة داخلي. إضافة لذلك، نجده يعطي رقما مطلقا للربح بعد استبعاد تلك التكلفة المحملة على الربح، وليس نسبة مئوية كما هو الحال لمؤشر العائد على الاستثمار[25].

أما على المستوى النظري، فنجد أن مفهوم الربح المتبقي قديم في النظرية الاقتصادية، حيث أكد الاقتصاديون منذ "آدم سميث" على أن المهمة الاجتماعية للمؤسسة هي تعظيم القيمة لملاكها، وبالتالي يجب أن تحقق المؤسسة أرباحا تفوق تكلفة القروض ورأس المال المملوك[26]. غير أن أول باحث اهتم بهذا المؤشر -تحت اسم الربح المتبقي وكوسيلة لقياس الأداء- هو "بريبرايش" Preineich، وذلك في سنوات الثلاثينات[27] من القرن الماضي.

** - RI : Residual Income.

* -Sloan, My years with General Motors, 1993.

21)- A. Nabet, Op.cit, P :89.(بتصرف)

22)- Idem.

23)-H.T.Johnson & R.S.Kaplan, Relevance lost. The rise and the fall of management accounting,. in: P.Zarlowski, Pilotage par la valeur: étude théorique et analyse d'un exemple de mise en oeuvre, Thèse de doctorat en science de gestion, Non publier, Université Paris Dauphine, 1996, P: 149.

24)- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:105.

25)- نفس المرجع، ص:105.

26)-نفس المرجع، ص: 105-106.

27)- G.Prenreich, The fair value yield of common stock, . In: M.Bromwich & M.Walker, Residual income past and future, Management accounting research, Vol 9, P: 393.

ولقد بين هذا الباحث بأن القيمة الحالية لتدفقات الربح المتبقي لاستثمار ما تساوي قيمته الحالية الصافية[28]، هذه الأخيرة التي تساوي أيضا الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتاحة** (تدفقات نقدية تحسب انطلاقا من الخلفية المحاسبية حيث تضاف للنتيجة الإهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي) مطروحا منها قيمة الاستثمار. بمعنى أن قيمة الاستثمار وفق طريقة الربح المتبقي قسطت على السنوات المأخوذة من خلال ما يعرف بتكلفة رأس المال الممولة لهذا الاستثمار، في حين نجد في الطريقة الثانية (القيمة الحالية الصافية) أن التدفق النقدي المتاح لكل سنة متوقعة لا يأخذ في حسابه ما يعرف بتكلفة رأس المال، إذ لا يقوم بطرحها (لا يتم حسابها ضمن التكاليف)، غير أنه بعد إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية ويتم طرح قيمة الاستثمار منها (الذي يمثل تكلفة تمويل على المؤسسة) سنصل لنفس القيمة المتوصل إليها في طريقة الربح المتبقي.

ويحسب لـ"برينرايش، 1930" أيضا -في هذا السياق-، أنه برهن على إمكانية التوفيق Réconciliation بين النموذج المحاسبي (مخرجات المحاسبة) والقيم المسجلة في البورصة، حيث وضح بأن القيمة البورصية لمؤسسة ما تساوي القيمة المحاسبية مضافا إليها الأرباح المخصومة، حيث أن هذه الأخيرة تعرف بالفرق بين الربح لوحدة واحدة من رأس المال المستثمر منقوص منها تكلفة تلك الوحدة من رأس المال[29]، وبعد الحصول على هذا الفرق للوحدة يتم ضربها في رأس المال المستثمر لتعطينا الربح المتبقي في شكل إجمالي بعدما حسب في شكل وحدوي، وهذا لمختلف السنوات المقدرة ليتم خصمها بعد ذلك وإضافتها للقيمة الدفترية المسجلة في المحاسبة لتتساوى مع القيمة البورصية، لكن ذلك لا يحدث إلا في حالة كفاءة السوق. وبذلك نجد أن "برينرايش" قد أعطى مفهوما وحدويا للربح المتبقي، أي الربح المتبقي لكل وحدة من رأس المال المستثمر[30].

ويقيس "الربح المتبقي" نتيجة المؤسسة بحساب الفرق بين المبيعات وتكاليفها الخاصة، إذ يضاف لهذه الأخيرة المصاريف المالية الداخلية المرتبطة بأصولها[31]، حيث يقصد بالمصاريف المالية الداخلية، التعويضات المرتبطة بالمؤسسة حيث يتم احتساب معدل فائدة داخلي يمثل المردودية المطلوبة من طرف المؤسسة، ممثلة في إدارتها العامة. إن تحميل هذا العبء المتمثل في الفائدة التي تحسب ضمن معادلة الربح المتبقي، لمسؤولي الوحدات يتنافى مع مبدأ الرقابية Contrôlabilité[32]، الأمر الذي يجعل المسيرين مسؤولين عن عناصر غير قابلة للرقابة. لذلك نجد أن من يطبقون المنظور الأكثر تطورا، ممثلا في القيمة الاقتصادية المضافة يقترحون الأخذ في الحساب تكلفة رأس المال كبديل عن ذلك في مراكز المسؤولية.

ويمكن أن نوضح أكثر الفكرة الأساسية التي يرتكز عليها مفهوم "الربح المتبقي" في أنها تتمثل في تطبيق معدل فائدة، والتي تمثل تكلفة الموارد (الأموال) الموضوعة تحت تصرف مركز المسؤولية بالمؤسسة، حيث يترجم هذا المعدل تكلفة فرصة الأموال المستثمرة في ذلك المركز، والمبدأ الذي يقوم عليه هذا المفهوم هو أن مستوى نتيجة الاستغلال بعد الضريبة المحققة من طرف مركز المسؤولية (نشاط معين) تكون على الأقل مساوية لناتج ضرب معدل الفائدة في الأصل الاقتصادي المستعمل في مركز المسؤولية[33].

---

[28])- A. Nabet , Op.cit, P :89.

**- لمعرفة كيفية حساب التدفق النقدي المتاح أنظر الفصل الثالث من الأطروحة المرتبط بطرق تقييم المؤسسات.

[29])- M.Bromwich & M.Walker, Op.cit, P: 396.

[30])- Idem.

[31])- A. Nabet , Op.cit, P :89.

[32])- K.A.Merchant, How and why firms disregard the controllability principle .In: Ibidem, P :91.

[33])- P.Zarlowski, Op.cit, P: 150.

يقوم الربح المتبقي بحساب خلق القيمة لغرض احتياجات المسيرين داخل المؤسسة، مع الأخذ بالحسبان التكاليف والمردودية الداخلية فقط، لذلك فهو يساعد على توجيه سلوك المؤسسات المتفرعة لأقسام (اللامركزية) Entités décentralisées في ظل القرارات المتخذة من طرف المسيرين ذات الأثر الهام[34]. وقد أكد المختصون في مجال التنظيم على أن المؤسسات التي تنتهج الاتجاه اللامركزي في تنظيمها وتتوسع في تفويض سلطة اتخاذ القرارات إلى المستويات الأدنى في الهيكل التنظيمي، يجب أن تغير من نظم الرقابة الداخلية، وأن تعيد التفكير في نظم قياس الأداء والحوافز حتى تضمن اتخاذ القرارات من قبل مديري عمليات التشغيل بما يحقق زيادة في قيمة المؤسسة[35]. الأمر الذي يبرر الحاجة لمؤشر الربح المتبقي في وقت ظهوره.

لقد كان الهدف من استعمال "الربح المتبقي" هو تنشيط وتفعيل مراكز المسؤولية داخل المؤسسة. لذلك فهو يمثل تغير حقيقي في لغة الاتصال داخل المؤسسة، إذ سمح بالمرور من لغة محاسبية إلى لغة أكثر اقتصادية[36]، بحيث نجد أن اللغة الأولى ترتكز على النتيجة المحاسبية وتستعمل بشكل عام في المؤسسات المعتمدة على فكرة المركزية، بينما اللغة الثانية ترتكز على الربح المتبقي والذي ساهم في تغيير الشكل التنظيمي للمؤسسات كونه يستعمل في المؤسسات التي تعتمد على استقلالية أكبر لوحداتها وتعتمد على لا مركزية أكثر في التسيير[37]. وعليه، نجد أن هذا المؤشر يسمح بالمرور من قياس أداء إجمالي للمؤسسة إلى قياس أداء بالوحدات، أي لكل مركز مسؤولية.

ما سبق، ومن خلال الإسهامات الأكاديمية والكتابات حول الربح المتبقي، يتضح بأن له خلفية نظرية في الفكر الاقتصادي وتفكير نظري ثري، ساهم في تطور مفهومه وفي استعماله بشكل أكثر ملائمة لواقع التسيير الداخلي للمؤسسات المبني على اللامركزية في تسيير الوحدات. غير أن ذلك لا يعني خلوه من السلبيات، فلهذا المؤشر أوجه قصور متعددة، الأمر الذي ساهم في ظهور مؤشر "القيمة الاقتصادية المضافة" التي حاولت تدارك أوجه ذلك القصور باعتبارها تمثل وجه التطور والامتداد الطبيعي لمؤشر "الربح المتبقي".

المبحث الثاني: الطرق الحديثة لقياس خلق القيمة

يتم استعمال هذه الطرق لقياس المردودية، كما تستخدم في قياس خلق القيمة في إطار ما يعرف بنظام التسيير بالقيمة. وسنحاول في هذا الجزء التطرق لأهم هذه الطرق والتي نالت شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين من خلال الدراسات التي تناولتها، بالإضافة لما حققته من شهرة في أوساط المهنيين من خلال تبنيها من طرف مكاتب الاستشارة ذات السمعة العالمية.

2-1: نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA* لـستارن وستيوارت J.M.Stern et G.B.Stewart

2-1-1: القيمة الاقتصادية المضافة: مفهومها وطريقة حسابها

تعتبر "القيمة الاقتصادية المضافة" الشكل المطور لمفهوم " الربح المتبقي"، وفي نظر البعض[38] ما هي إلا إعادة بعث وإحياء لهذا المفهوم. وعليه، فهي لا تحمل أي جديد أو إبداع على المستوى

[34])- A. Nabet , Op.cit, P :89.

[35])- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:99-100.

[36])- A. Nabet , Op.cit, P :89.

[37])- H.Bouquin, Op.cit, P : 269.

* - EVA : Economic Value Added.

النظري*. ذلك أنها قدمت على ضوء القصور في استعمال مؤشر "الربح المتبقي"، لتستجيب لواقع آخر للمؤسسات تميز بالضغوط الممارسة من طرف الأسواق المالية، من خلال إيجاد وسائل اتصال تفيد بمعرفة أداء المؤسسات أمام المساهمين (مؤشر خارجي-داخلي).

ويكمن الفرق بين المفهومين في الغرض من الاستعمال، حيث استعمل مؤشر "الربح المتبقي" لخدمة مسيري المؤسسات في سنوات الستينات كأداة لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة ومختلف وحداتها (مؤشر داخلي)، بينما أستعمل مؤشر "القيمة الاقتصادية المضافة" لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي، كأداة اتصال يستعملها المسيرون لتمرير معلومات للمساهمين حول أداء المؤسسة، خاصة المدرجة منها في البورصة. يضاف لذلك، أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في مصاريف مالية داخلية،- والتي كانت محل انتقاد كما سبق الإشارة لذلك- بينما تعتمد "القيمة الاقتصادية المضافة" على مفهوم تكلفة رأس المال، والتي تسمح بالمرور من قياس لنتيجة Résultat- كما هو الحال في "الربح المتبقي"- إلى قياس فائض Surplus.

يعود الأساس النظري المباشر للقيمة الاقتصادية المضافة لفكرة الربح المتبقي، غير أنه قد استند مؤسسا هذا المؤشر "جول ستارن و ج. بنات ستاوارت" Joel Stern et G.Bennett Stewart –أيضا- على النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه "موديجلياني وميلر، 1961" F.Modigliani et M.H.Miller، باعتباره أنه أساس لنظام شامل للإدارة المالية، كما استندا أيضا إلى أعمال كل من "و.هـ. ماككلينغ و م.س. جنسن" W.Mecling et M.C.Jensen في مجالات السلوك التنظيمي وتكاليف الوكالة، وبذلك، يرجع الفضل لـ"ستارن وستوارد" في تحويل هذه المفاهيم النظرية إلى نظام يسهل فهمه ويساعد المسيرين في التوجيه الأمثل لموارد المؤسسة نتيجة الجهد المشترك الذي استمر نصف قرن "[39]. ويؤكد ويضيف "كابي وهيرجواين، 2001" في هذا المجال، بأن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة" يسجل كامتداد لأعمال "موديجلياني وميلر، 1961، 1966"[40].

وعموما، تعد القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، كما أنها طريقة للتحفيز Incitation[41]. بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز بهذا المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز، وكونه طريقة للتسيير[42]، فيتجسد في قدرته على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري.

---

[38])- A.Nabet , Op.cit, P :94.

*- يستعمل البعض المفهومين كمترادفين الربح المتبقي/القيمة الاقتصادية المضافة، أنظر على سبيل المثال إلى:
- P.Zarlowski, Op.cit, P: 149.
ولعل استعمالهما كمترادفين ، يعود لأنهما يمثلان مفهوما نظريا واحدا، كما أن طرق حسابهما لا تختلفان كثيرا.

[39])- AL.Ehrbar, Economic Value Added: The real keyto creating wealth,. in:
- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:106.

[40])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P : 13-14.

[41])-A.Nabet, Op.cit, P :93.

[42])- إن القيمة الاقتصادية المضافة EVA علامة مسجلة لشركة الاستشارة Stern, Stewart & Co حيث اعتمدت كطريقة تسيير تطبق لفائدة المؤسسات المدرجة في البورصة وغير المدرجة لـتفصيل أكثر حول هذه الطريقة في التسيير أنظر إلى:
- موقع الشركة في شبكة الانترنيت التي تحوي على عدة مقالات عملية ونظرية:www.eva.com
-G.B.Stern, The quest for value, New York, Harper Business,1991.

ويتم وفق "القيمة الاقتصادية المضافة" ربط المسيرين بالمؤسسة وتحسيسهم بها وفق منطق النتائج/الوسائل من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال التي تحت تصرف كل مسير (مسؤول) من جهة، ووفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال، ممثلين في المساهمين بالدرجة الأولى، هذا من جهة ثانية[43].

مما سبق، يمكن القول أن مفهوم "القيمة الاقتصادية المضافة" يقترب جدا من المفهوم المقدم بشأن "الربح المتبقي"، طبعا مع إضافة جديد. حيث لا يكمن الشيء الجديد المقدم من طرف "القيمة الاقتصادية المضافة"- في الجانب النظري بل في استخدامه (جانب ميداني) من خلال الحرص على تحديد الأموال الخاصة بكل نشاط، مسار، منتج، قسم Entité أو سوق، سواء كانت هذه الأموال عبارة عن أصول ثابتة (استثمارات) أو أصول متداولة، ويتمثل المغزى من ذلك في الوقوف على مدى مساهمة كل عنصر في المؤسسة، وذلك حسب التصنيف المتبع؛ منتج، سوق أو نشاط في القيمة البورصية للمؤسسة[44] بالدرجة الأولى، كما يفيد ذلك في معرفة قيمة المؤسسة ككل حتى وإن لم تكن مسعرة في البورصة.

ويتم حساب "القيمة الاقتصادية المضافة" من خلال العلاقة التالية[45]:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة – (تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)

القيمة الاقتصادية المضافة = (معدل العائد على رأس المال المستثمر – معدل تكلفة رأس المال)× رأس المال المستثمر*

وسوف نحاول إعطاء المصطلح للمجمعات والنسب المحاسبية المستعملة وفق ما هو متعارف عليه في أعرافنا المحاسبية، على خلاف المصطلحات الأنجلوسكسونية التي تمثل الأصل في حساب مؤشر "القيمة الاقتصادية المضافة"، حيث أن:

- صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة NOPAT تقابلها نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأرباح (قبل احتساب المصاريف المالية).
- معدل تكلفة رأس المال WACC وتمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والتي تحسب انطلاقا من الهيكل المالي للمؤسسة، بين الديون ورأس المال.

مما سبق، ومن وجهة نظر تقنية، يتبين المفهوم الأساسي لنموذج "القيمة الاقتصادية المضافة" في الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد المالية التي استخدمتها[46]. حيث يطلق الاقتصاديون -منذ عهد آدم سميث - على هذا الهامش

---

43)- A.Nabet , Op.cit, P :95.

44)- H.Bouquin, Comptabilité de gestion, Sirey, Paris, 1997, P : 280.(بتصرف)

45) -

- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:107.

- A.Nabet, Op.cit, P :95-96.

* - تكتب الصيغ الرياضية السابقة المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة، حسب ما قدمها مبتكروها كما يلي (بالترتيب السابق):

EVA® = NOPAT- Charge du Capital. EVA® = NOPAT – (WACC * CE). EVA® = [(NOPAT/CE) – (WACC)] * CE. Avec : NOPAT (Net Operating Profit After Tax), WACC (Weighted Average Cost of Capital), CE (Capital Employed), ROCE (Return On Capital Employed).

46)- A.Black, P.Wright et J.Bachman, Gestion de la valeur actionnariale, Dunod, Paris, 1997, P :65.

الذي يمثل الربح بعد استبعاد تكلفة رأس المال (الديون ورأس المال) بالربح الاقتصادي، حيث ينظر إلى تكلفة رأس المال على أنها تكلفة كغيرها من التكاليف الواجب تغطيتها للوصول إلى الأرباح الحقيقية، والتي تمثل إضافة لثروة المساهمين[47]، فلا يعقل أن يتم حساب تكلفة عامل الإنتاج المتمثل في العمل ضمن تكاليف المؤسسة وتترك تكلفة عامل الإنتاج الممثل في رأس المال. وعليه، فالربح الحقيقي هو العائد الاقتصادي -حسب ما جاء في النظرية الاقتصادية – بحيث يحسب بعد تغطية جميع تكاليف عوامل الإنتاج (العمل ورأس المال).

إن الهدف الرئيسي من استعمال هذا المؤشر، هو تحفيز كل الفاعلين بالمؤسسة لاتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي للمؤسسة، وذلك بتوجيه الحكم على الأداء الداخلي للمؤسسة من خلال تأثيره على القيمة البورصية للمؤسسة[48]. فهذا التقييم من شأنه، أن يحدث ربطا وتوافقا بين القيمة البورصية للمؤسسة وقيمتها الدفترية، ويتضح ذلك من خلال استعمال مبتكري "القيمة الاقتصادية المضافة" لمفهوم "القيمة السوقية المضافة" MVA[**]. فإذا كانت "القيمة الاقتصادية المضافة" EVA تحسب لكل فترة (سنة)، فإن "القيمة السوقية المضافة" MVA تحسب لمجموعة من السنوات؛ حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم، وذلك كما يلي[49*]:

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+k)^t}$$

حيث:

$$EVA_t = (r_{et} - k_t) \times C_t$$

EVAt: القيمة الاقتصادية للفترة t؛ Ct: مبلغ رأس المال المستثمر في الفترة t

Ret : معدل المردودية الاقتصادية لرأس المال المستثمر في الفترة t.

Kt: تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الفترة t.

وتحسب القيمة السوقية للمؤسسة انطلاقا من القيمة الدفترية المستقاة من الوثائق المحاسبية مضاف لها القيمة السوقية المضافة، وذلك على النحو التالي[50]:

$$V_{t0} = C_{t0} + \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+k)^t}$$

حيث: Cto: القيمة الدفترية (المحاسبية) لرأس المال المستثمر

---

47)- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:107.

48)- A.Nabet , Op.cit, P : 96.

** - MVA : Market Value Added.

49)- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P :23.

* - تعتمد شركة ستارن وستيوارت على القيمة السوقية المضافة MVA في إعداد ترتيب سنوي لألف شركة من أكبر الشركات في أهم دول العالم. ويتم نشر الترتيب تحت عنوان: »The Stern Stewart Performance 1000« في مجلة "بنك أوف أمريكا" ، كما ينشر في عدد من الدوريات الهامة في كثير من دول العالم وتشمل مجلة Fortune في الولايات المتحدة الأمريكية، Sunday Times في إنجلترا، Capital في ألمانيا، Financial Post في كندا، ويتزايد الاعتماد على هذا الترتيب من قبل شركات الاستثمارات والمستثمرين عموما في تقييم الشركات. في: - هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:107.

- T.Copeland, T.Koller et J.Murrin, La stratégie de la valeur : L'évaluation d'entreprise, Traduit de l'américain par V.Phalippou (Valuation Measuring and Managing the value of companies), Edition d'Organisation Paris, 2002, P : 154.

50)- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P :23.

ما يلاحظ بعد استعراض كل من الصيغة التي تحسب القيمة الاقتصادية المضافة والصيغة التي تحسب القيمة السوقية المضافة هو:

- تحسب القيمة الاقتصادية المضافة لفترة واحدة، بينما تحسب القيمة السوقية المضافة لسلسلة من الفترات أو قد تحسب إلى ما لانهاية. وعليه، فالقيمة الاقتصادية المضافة هي الفائض من القيمة الناتج عن مركز مسؤولية أو مؤسسة لفترة واحدة، بينما القيمة السوقية المضافة هي تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة.
- تستعمل القيمة الاقتصادية المضافة لغرض قياس الأداء الداخلي للمؤسسة، في حين تقيس القيمة السوقية المضافة الأداء من وجهة نظر خارجية. وعليه، يصعب استعمالها كأداة تسيير داخلية.[51]
- تعتمد مكونات المعادلة التي تحسب القيمة الاقتصادية المضافة على المخرجات المحاسبية. فبالرغم من ابتعاد المعطيات المحاسبية على التقييم الاقتصادي(الحقيقي) لتلك المخرجات، ينصح مبتكرو القيمة الاقتصادية المضافة استعمال المكونات بقيمتها الدفترية (المحاسبية)[*]، ولتقليص الانحراف بين القيم المحاسبية والاقتصادية نجدهم يقترحون مجموعة من التعديلات على المعلومات المحاسبية (تعديلات القرض الايجاري، تعديلات مصاريف البحث والتطوير تعديلات فائض القيمة Goodwill، اختيار طرق الاهتلاك،...)[52]، لتقريب الأرباح والقيم المحاسبية المعتمدة على المبادئ المحاسبية إلى الواقع الاقتصادي[53]. حيث تهدف هذه التعديلات المحاسبية إلى الوصول للقيمة العادلة Fair value [54]، وإلى تقريب المحاسبة التقليدية[55] من المحاسبة على أساس القيمة الاقتصادية[56].

يلاحظ بأن القيمة الاقتصادية المضافة والتدفق النقدي المتاح ليسا مختلفين في الوصول لنفس النتيجة، حيث تساوي القيمة الاقتصادية المضافة التدفق النقدي المتاح مضافا إليه التغير الصافي في رأس المال المستثمر منقوصا منه التعويضات المقابلة له، ويمكن بيان ذلك في المعادلة التالية بشكل عكسي[57]:

$$CFD_t = EVA_t + \Delta C\left(1 + k_t\right)$$

وللحصول على القيمة السوقية للمؤسسة يمكن استحداث التدفقات النقدية المتاحة إلى ما لانهاية، كما أن نفس القيمة يمكن أن تحسب بدلالة القيمة الاقتصادية المضافة من خلال إيجاد القيمة السوقية

---

[51])- A.Nabet , Op.cit, P : 96.

[*]- ينصح مبتكرو الطريقة الاعتماد على القيم المحاسبية (الدفترية) للعناصر بدلا من القيمة السوقية أو القيمة الاستبدالية، نظرا لما تحتاج له القيمة الاستبدالية أو السوقية لتحديث مستمر، كما أنها تعتمد على التقدير الشخصي، وتتطلب في بعض الأحيان الاستعانة بمقيم خارجي مما يرتب أعباء على النظام المحاسبي، إضافة لذلك أنه عند استعمال القيمة المحاسبية، يمكن التغلب على عيوب التكلفة التاريخية، وذلك بربط حوافز المسيرين ليس بالقيم المطلقة للقيمة الاقتصادية المضافة ولكن بالتغيير السنوي فيها. في: هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص:126.

[52])-Voir: A.Nabet , Op.cit, P : 96.

[53])- للاطلاع أكثر على مشاكل قياس القيمة الاقتصادية المضافة والتعديلات المحاسبية المقترحة، أنظر إلى:
- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص ص:125-139.

[54])- Y.Bernheim, Etat-Unis : information sur les justes valeurs,. in : A.Nabet , Op.cit, P : 96-97.

[55])- في هذا الإطار وخاصة في معرفة الفروقات بين النتيجة المحاسبية والطرق المرتكزة على خلق القيمة (المنظور الاقتصادي)، أنظر إلى:
- R. Demestère, Pour une vue pragmatique de la comptabilité, In : Revue française de gestion, N° 157, 04/2005, PP : 109-113.

[56])- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص: 127.

[57])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P : 26.

المضافة باستحداث القيم الاقتصادية المضافة المتوقعة إلى ما لانهاية مضاف إليها رأس المال الأولي المستثمر، وذلك على النحو التالي[58]:

$$VM = C_{t0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+k)^t}$$

2-1-2: القيمة الاقتصادية المضافة: إيجابياتها وحدودها

2-1-2-1: إيجابيات القيمة الاقتصادية المضافة

بالإضافة إلى ما تم ذكره سابقا، يمكن أن نبين ونستخلص مصادر القوة الأساسية التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك كما يلي[59]:

1- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر.
2- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض.
3- تربط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.
4- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك للمؤسسة.
5- تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل، حيث أن أي اقتراح استثماري يحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة يحقق مصلحة القسم والمؤسسة أيضا. بينما الاقتراحات الاستثمارية ذات القيمة الاقتصادية المضافة السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة ككل. وذلك على العكس من بعض المقاييس المالية الأخرى كالعائد على الاستثمارات والذي قد يؤدي إلى خلق نوع من التعارض بين مصلحة القسم والمؤسسة ككل.

كما يمكن أن نجد إيجابيات أخرى تتمثل أساسا في قدرة القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لخلق القيمة في الوصول وقدرتها على الربط بين الجانب الاستراتيجي والمالي Stratégie/Finance[60] ، مما يسهل على المسيرين من تحكمهم بالأخص في نتائج الاستثمارات، وبشكل عام تسهيل اتخاذ القرارات وترشيدها، كما يؤدي إلى دفع المسيرين على المستوى التشغيلي بتحمل المسؤولية أكثر[61].

من خلال استعراض مؤشر خلق القيمة المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة يتبين مسايرته لمفهوم حوكمة المؤسسة باعتبارها تحاول أن تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة المؤسسة، وبذلك فهي تحاول تقليل تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملاك والمسيرين.

---

[58])- Idem.

[59])- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص: 139-140.

[60])- للاطلاع أكثر حول الربط بين الجانب الاستراتيجي والمالي، الذي بدأ يأخذ حيزا في الدراسات المالية، وكذا علاقته بخلق القيمة، أنظر على سبيل المثال إلى:

- L.Batsch, Finance et stratégie, Economica, Paris, 1999.
- G.Hirigoyen, Stratégie et finance : approche par la création de valeur, Encyclopédie de gestion, 2e édition, Economica, Paris, 1997, PP : 3064-3092.
- G.Hirigoyen, Nouvelles approches du lien stratégie finance, Op.cit, PP : 64-73.

[61])- للتوسع اكثر في هذه النقطة أنظر إلى:

- A.Nabet , Op.cit, PP : 99-101.

2-1-2-2: حدود وانتقادات القيمة الاقتصادية المضافة*

يمكن تلخيص الانتقادات وأوجه القصور المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة فيما يلي[62]:

- **أولا:** يتمثل الانتقاد الأساسي الموجه للقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمؤشرات لخلق القيمة في أنهما لا يمثلان سوى طريقة القيمة الحالية الصافية، إذ لم يحملا أي إضافة عليها وما هي إلا إعادة تحوير بسيط لها[63].

- **ثانيا:** تلقى القيمة الاقتصادية المضافة محدودية في كونها تحفز المسيرين على رعاية مصالح الملاك، وذلك في مجال الحساب، فعلى سبيل المثال إن استعمال نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF في حساب تكلفة رأس المال من شأنه أن يغير بشكل كبير قيمة EVA عندما تكون تذبذبات المؤشر "بيتا" ذات تأثير معتبر على النتيجة النهائية[64]. وعموما، يطرح مشكل الحساب بشكل أساسي فيما يتعلق برأس المال الموضوع تحت تصرف المؤسسة في شكل استثمارات، نظرا للحجم المعتبر له والتعديلات المحاسبية المتعلقة به، فكما لاحظنا فإن القيمة المحاسبية للأصول تعدل حسب مبتكري الطريقة لتصبح أكثر تعبيرا عن القيمة الاقتصادية. فأمام مختلف التعديلات المحاسبية التي ينصح بها، فإن نسيان تعديل أو تعديلات، -حسب خصائص كل مؤسسة- من شأنه أن لا يعطي قياسا جيدا للقيمة الاقتصادية المضافة، وينتج عن ذلك ضياع أموال كبيرة[65]، كما أن كثرة التعديلات المحاسبية، تحد من الاستعمال الجيد لهذا المؤشر EVA ، ويصبح مصدر ريع في فائدة مكاتب الاستشارة[66]، لذلك تدعو بعض المكاتب إلى إجراء توحيد دولي حول طريقة حساب المؤشر والتعديلات المحاسبية المرتبطة به[67].
- **ثالثا:** من العيوب الجوهرية التي توجه إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة -كغيرها من المقاييس المالية- أنها تركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل، مما ينجر عنه ما يعرف بمخطر الأجل القصير Risque du court-termisme، ذلك أن الإدارة تحتاج إلى مقاييس طويلة الأجل خاصة عند تقييم المشاريع الاستثمارية، وبشكل عام العمليات الاستراتيجية، فحساب القيمة الاقتصادية المضافة لا يأخذ في الحسبان آثار القرارات على السنوات المقبلة، ولذلك فإن تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة الحالية قد يتم على حساب الأجل الطويل، فعلى سبيل المثال قد يخفض المسيرون الإنفاق الاستثماري لتحسين القيمة الاقتصادية المضافة في الأجل القصير، على الرغم من أن هذا الإنفاق الاستثماري قد يكون مفيدا

---

*- إن أغلب الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة ومحدوديتها توجه بشكل عام لمنظور خلق القيمة، مع إضافة انتقادات عامة، أنظر بالخصوص إلى:

- J.Caby et G.Hirigoyen, La creation de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP : 81-99.

[62])- لمزيد من التوسع أكثر، أنظر على سبيل المثال إلى:

- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص ص:139-146.
- A.Nabet, Op.cit, PP : 97-99.
- M.Albouy, Théories, applications et limite de la mesure de la création de valeur, in : Revue française de gestion, Janvier-février 1999, P :88-89.
- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP : 81-99.

[63])-G.Charreaux et P.Desbrieres, Gouvernement d'entreprise : création de valeur au-delà des actionnaires, Les cahiers de l'audit, N°3, Quatrième trimestre 1998. P :13.

[64])- M.Albouy, Théories, applications et limite de la mesure de la création de valeur, Op.cit, P :89.

[65])-I.Shaked, A.Michel et P.Leroy, Pourquoi L'EVA s'est imposée, L'Expansion management review, Septembre 1998, P : 56.

[66])- A.Nabet , Op.cit, P : 96-97.

[67])- E.Salustro, Vers l'adoption de règles communes, L'Expansion management review, Septembre 1998, P :81.

للمؤسسة في الأجل الطويل، وذلك بسبب أن هذه الاستثمارات ستخفض من القيمة الاقتصادية المضافة في الأجل القصير وبالتالي انخفاض المكفآت والحوافز، هذا من جهة[68]. ومن جهة أخرى نجد أن أغلب المساهمين يستثمرون في الأجل الطويل، مما يدفعهم للبحث عن معلومات تمكنهم من معرفة قيمة السهم على المستوى المتوسط وطويل الأجل[69]، إلى جانب ذلك، يفرض المستثمرون –داخليا- تسييرا طويل الأجل في المؤسسة[70]. وعليه، فالقيمة الاقتصادية المضافة لا توافق جميع دورات النشاط، فالمؤسسات التي لديها تسهيلات في التمويل تكون دورة نشاطها طويلة، وبذلك تتعقد عملية التقييم وتجعل من القياس السنوي أقل ملائمة لها[71]. إضافة إلى ذلك، تسجل محدودية القياس وفق القيمة الاقتصادية المضافة عند استعمالها في الأنشطة البنكية والمالية، كون أن جزءا من الأموال المستثمرة تحدد وفق تنظيمات وقواعد الحيطة والحذر، والأمر كذلك بالنسبة للمؤسسات أو الأنشطة التي هي في بداية انطلاقتها Start up لخضوع تدفقات عوائدها المتوقعة لعدة افتراضات[72].

- **رابعا:** باعتبار أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كغيره من المقاييس المالية يتم حسابه من البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة-في اغلب الأحوال- فهو بذلك لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المؤسسة. بينما يهتم مديرو عمليات التشغيل والمهندسون بصورة أكبر بالمقاييس غير المالية ويركزون على المحركات الأساسية لهذه المقاييس، ويعتبر ذلك توجها نحو العمليات، أي التركيز على المقاييس غير المالية بصورة أكبر من المقاييس المالية[73]. وقد رد "ستوارت"[74] على هذا الانتقاد بالتأكيد على أن الفائدة الكاملة من استخدام إطار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء تتحقق فقط في حالة ربطه بمقاييس التشغيل الرئيسية والأهداف الاستراتيجية، لذلك فقد قامت شركة Stern, Stewart & Co بتطوير أسلوب تسيير أطلق عليه "محركات القيمة الاقتصادية المضافة" يساعد المسيرين في تتبع المحركات الأساسية، التشغيلية والاستراتيجية للقيمة الاقتصادية المضافة والتي يستطيع المسيرون التحكم فيها.

- **خامسا:** لا يأخذ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة الاختلافات في الحجم في الحسبان[75]. لأنه قد يرجع السبب في انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة لقسم في المؤسسة بالمقارنة بقسم آخر لاختلاف حجم الاستثمار المتاح لكليهما.

- **سادسا:** تلقى القيمة الاقتصادية المضافة على غرار باقي المقاييس المطورة للأداء -من طرف شركات الاستشارة المبتكرة لها-، انتقادا مفاده أن الدراسات التي يقدمها المنتسبون لهذه

---

[68])- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص: 143-144.

[69])- M.Albouy, Théories, applications et limite de la mesure de la création de valeur, Op.cit, P :89-90.

[70])- A.Nabet , Op.cit, P : 99.

[71])- J. Stern, Le père de l'EVA répond de critiques, L'Expansion management review, Septembre 1998, P : 87.

[72])- C.Hoarau et R.Teller, Création de valeur et management de l'entreprise, Collection Entreprendre, Vuibert, Paris, 2001, P :107.

[73])- P.C.Brewer, G.Chandra and C.A.Hock, Economic Value Added (EVA): Its uses and limitations, . in:
- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص: 145.

[74])- G.B.Stewart, EVA : fact or fantasy, Journal of applied corporate finance, Vol7, 1994, P:76

[75])- D.Hqnsen and M. Mowen, Cost Management; accounting and control,. in:
- هالة عبد ا الخولي، مرجع سابق، ص: 142.

الشركات تتميز بعدم الحيادية أو التحيز بالنظر للمصلحة التجارية من وراء تسويق هذه المقاييس[76].

في الأخير، نجد أن القيمة الاقتصادية المضافة في عمومها قد لاقت نفس الانتقادات الموجهة للمؤشرين السابقين؛ "العائد على الاستثمار" و بالأخص "مؤشر الربح الباقي"، باعتباره الشكل المطور لها، يضاف إلى ذلك الانتقادات المرتبطة بالجانب الميداني لها لأنها كانت أكثر استعمالا وتسويقا من طرف مبتكريها كعلامة تجارية.

وللحد من الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، من الواجب استعماله بمعية المؤشرات المالية التقليدية، إضافة للمؤشرات المرتبطة بالاستراتيجية التجارية، كالتدفق النقدي، النتيجة الجارية، المردودية المالية،... (مؤشرات مالية) وحصة السوق، نفقات الإشهار، حجم المبيعات،... (المؤشرات التجارية التقليدية)[77]، لكي تتكامل مختلف هذه المؤشرات فيما بينها وتسد الثغرات الموجودة في كل مؤشر على حدة، والاستفادة من مزايا كل مؤشر. غير أن ذلك، ينبغي أن يتم من خلال القيام بتعديلات تجعلهم متكاملين فيما بينهم، ذلك أن التضارب في النتائج المقدمة من طرف كل مؤشر قد تؤدي إلى ارتباك في التسيير، يضاف إليها التكاليف الناجمة من استعمال ترسانة من المؤشرات وأنظمة التسيير. لذلك، ينصح باستعمال مؤشر رئيسي، وليكن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في إطار نظام تسيير مبني على القيمة، مزود بمؤشرات مالية أخرى وغير مالية لملأ الفراغات (النقائص) التي لا يستطيع المؤشرالرئيسي الإجابة عنها.

2-2: نموذج إستراتيجية القيمة لماكنزي[78]

تم تقديم نموذجين هامين للتقييم- بالإضافة للسابق والمتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة- وهما[79]:

- نموذج إستراتيجية القيمة لماكنزي McKinsey، 1994؛
- نموذج فلتم-أولسن، 1995[80].

قدم مكتب الاستشارة "ماكنزي" نموذج لقياس خلق القيمة، يدعى بإستراتيجية القيمة، حيث اعتبر أن قيمة المؤسسة تتشكل من مكونين. ويمكن إيضاح ذلك بواسطة الصيغة التالية[81]:

---

[76])- R. Lowenstein, Rethinking the latest economic elixir,. in:

- نفس المرجع، ص: 104.

[77])- A.Nabet , Op.cit, P : 98.

[78]) لتفصيل أكثر حول هذا النموذج أنظر إلى:

-T.Copeland, T.Koller et J.Murrin, La stratégie de la valeur : L'évaluation d'entreprise, Traduit de l'américain par V.Phalippou (Valuation Measuring and Managing the value of companies), Edition d'Organisation Paris, 2002, PP : 147-349.

[79])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, PP : 21-30.

[80])- للضرورة البحثية سوف لن نتطرق لهذا النموذج، للاطلاع عليه، أنظر على سبيل المثال إلى:

- Ibidem, PP : 26-30.

[81])- T.Copeland, T.Koller et J.Murrin, Op.cit, P : 154.

قيمة المؤسسة= القيمة الحالية للتدفق النقدي المتاح خلال فترة التوقعات الظاهرة Explicite[*] + قيمة التدفق النقدي التي تأتي بعد فترة التوقعات الظاهرة أو القيمة النهائية

انطلاقا من هذه الصيغة على المقيم أن يمر بثلاث مراحل، تتمثل في إعداد التوقعات بشأن التدفق النقدي المتاح للفترة التي يمكن التنبؤ به (الظاهرة)، تقدير تكلفة رأس المال وتقدير القيمة النهائية أو المتبقية.

2-2-1: إعداد التوقعات بشأن التدفق النقدي المتاح

يتمثل التدفق النقدي المتاح، في التدفق النقدي بعد حساب الضريبة المطروح من طرف المؤسسة ككل والذي يعود لجميع مانحي الأموال (مساهمين ودائنين)، على عكس التدفق النقدي الموافق للأموال الخاصة، الذي يعود للمساهمين فقط. ويساوي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة على أرباح المؤسسات وقبل احتساب المصاريف المالية (NOPAT)[**]يضاف لها مخصصات الاهتلاكات والمؤونات ويطرح منها التغير في احتياج رأس المال العامل والاستثمارات (الحيازة والتجديد) والمنجزة جميعها خلال الفترة. وعليه، فالمعادلة تكون كما يلي[82]:

التدفق النقدي المتاح (للفترة)= نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات – التغير في الاحتياج في رأس المال العامل – الاستثمارات

وينصح مبتكرو هذا النموذج باعتماد أفق للتقديرات الموافق للفترة الظاهرة بين عشر (10) إلى خمسة عشر (15) سنة لغالبية المؤسسات، أما بالنسبة للمؤسسات التي تتبع الدورة الاقتصادية Les entreprises cycliques وتلك المؤسسات ذات النمو الكبير فقد يلزمها فترة توقعات أطول من ذلك للوصول إلى مرحلة النضج[83]، لكي نقف على قدرتها الربحية الحقيقية؛ كون أن المؤسسات ذات النمو الكبير تعتمد في السنوات الأولى على حجم إنفاق كبير قصد نموها، بينما قد تطول حالة الكساد أو الرواج للمؤسسات الدورية، ومن ثم فإن استعمال فترة لا تغطي مرحلتين (رواج وكساد) قد لا يعبر عن حقيقة قيمة المؤسسة.

كما أن أخذ فترة ثلاث (03) إلى خمس (05) سنوات يعرض المؤسسة لتقدير أدنى لقيمتها Sous- evaluation أو يجعل فرضيات النمو المرتبطة بفترة القيمة النهائية متفائلة جدا[84].

يقر أصحاب هذا النموذج بصعوبة تقدير التوقعات في الفترة الطويلة، خاصة إذا تم اعتماد فترة تتراوح ما بين عشر (10) سنوات وخمسة عشر(15) سنة، لذا فإنهم ينصحون لتجاوز هذا المشكل وتجنب الوقوع في أخطاء كبيرة في التوقعات، بتقسيم الفترة الظاهرة لمجالين، حيث[85]:

1. في المجال الأول، والذي يبدأ من السنة الأولى وحتى السنة الثالثة أو قد يمتد إلى السنة الخامسة كأقصى تقدير، يتم إعداد توقعات مفصلة بالاعتماد على الميزانيات وجداول حسابات

[*]- القصد من التوقعات الظاهرة هي تلك التي تتم في الفترة التي يمكن للمقيم أن يحدد بشكل صحيح تدفقات النقدية للمؤسسة بناء على تشخيص لوضعيتها، أما حينما لا يستطيع التحكم والتنبؤ بالتوقعات فنحن بصدد تدفقات تلي الفترة الظاهرة.

[**] - Net Operating Profit After Tax .

[82])- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, Op.cit, P: 21.

[83])- T.Copeland, T.Koller et J.Murrin, Op.cit, P : 270.

[84])- Idem.

[85])- Ibidem, P : 270-271.

النتائج، كما يكون مبنيا قدر الإمكان على معطيات حقيقية (على سبيل المثال، الحجم الوحدوي للمبيعات، التكلفة الوحدية)؛

2. وفي المجال الذي يأتي بعد المجال السابق، يتم إعداد توقعات مبسطة، تعتمد على بعض المتغيرات الدالة كنمو رقم الأعمال، الهوامش (الأرباح) ودوران الأموال.

بالإضافة لعملية تبسيط إعداد التوقعات في المجال الثاني، ينصح أصحاب هذا النموذج باعتماد الأسس والمعطيات الاقتصادية لنشاط المؤسسة في بناء التوقعات وعدم الاكتفاء فقط بالعناصر المحاسبية[86].

وللقيام بتقدير التوقعات في الأفق الزمني يتم الاعتماد على أدوات التشخيص المالي والإستراتيجي، التي تسمح بمعرفة الوضعية المالية المستقبلية والوضعية التنافسية في ظل المحيط، وذلك من خلال القيام بعدة سيناريوهات (من الأكثر تفاؤلا إلى الأكثر تشاؤما) حسب ما يمكن توقعه، ليسمح في النهاية بحساب متوسط بين مختلف نتائج السيناريوهات، والتي تتمثل في التدفقات النقدية.

2-2-2: تقدير تكلفة رأس المال

بعد إعداد التوقعات بشأن التدفقات النقدية ضمن الفترة التي يمكن التنبؤ بها، ينبغي معرفة قيمتها لحظة التقييم، وهذا الأمر لن يتأتى إلا من خلال إيجاد معدل استحداث يمكن معه معرفة القيمة الحالية لتلك التدفقات المقدرة في المستقبل. ويستعمل كمعدل استحداث تكلفة رأس المال المصاحبة لهذا التدفق الذي يعود لمانحي الأموال ممثلين في المساهمين والدائنين. وتحسب تكلفة رأس المال من خلال التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر تمويل المؤسسة، وتوضح وفق المعادلة التالية:

$$k_{ct} = k_{et} \times \left(E_t / V_t\right) + k_{dt} \times \left(1 - \tau\right) \times \left(D_t / V_t\right)$$

حيث:

Kct: تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الفترة t ،

Vt: تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة t (Vt= Et+Dt)؛

Et: القيمة السوقية للأموال الخاصة؛

Dt: تمثل القيمة السوقية للأموال المقترضة؛

Ket: تكلفة الموال الخاصة في الفترة t تقدر وفق معادلة نموذج توازن الصول المالية MEDAF؛

Kdt: تكلفة الأموال المقترضة قبل الضريبة؛

τ : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

3-2-2: تقدير القيمة النهائية

يقصد بالقيمة النهائية تلك القيمة المتبقية للمؤسسة، بعد إعداد التوقعات بشأن التدفق النقدي المتاح خلال فترة التوقعات الظاهرة(الأفق) التي تمكن من التنبؤ بما ستكون عليه تدفقات المؤسسة، وبشكل مباشر، تمثل القيمة النهائية، الشق الثاني من المعادلة –السابق بيانها- التي تمثل هذا النموذج، والتي تمثل قيمة التدفقات النقدية المنتظرة بعد فترة التوقعات الظاهرة.

وتزيد هذه القيمة وتنقص بدلالة فترة التوقعات الظاهرة، فكلما قلت هذه الفترة عظمت القيمة النهائية، والعكس صحيح. وغالبا، ما تمثل القيمة النهائية في واقع تقييم المؤسسات نسبة معتبرة من القيمة الإجمالية للمؤسسة، إذ يمكن أن تتراوح حسب مكتب الاستشارة "ماكنزي" ما بين 56%

[86])- Ibidem, P : 271.

و125% في مثال تم اعتماده لمجموعة من المؤسسات تشتغل في أربع قطاعات، ومع اعتماد فترة ظاهرة للتوقعات تقدر بثماني سنوات[87]. غير أنه بالرغم من أهمية هذه النسب الممثلة للقيمة النهائية، لا يجعلنا ذلك، نستنتج بان الجزء الأكبر من قيمة المؤسسة ينتج في فترة القيمة النهائية، فغالبا ما يعني هذا الأمر بأن التدفقات الداخلة في السنوات الأولى من نشاط المؤسسة تغطيها (تمتصها) التدفقات الخارجة، والمتعلقة بنفقات الاستثمار وتكوين رأس المال العامل المعتبرة، والتي سيكون لها الأثر في رفع حجم التدفقات النقدية في الفترات اللاحقة والتي تمس فترة القيمة النهائية.

توجد عدة طرائق لقياس القيمة النهائية، اعتمدت من طرف مكتب "ماكنزي" للاستشارة تعتمد على منظور التدفق النقدي المتاح وأخرى تعتمد على الربح الاقتصادي[88]. وسنستعرض ثلاث طرائق ترتكز على التدفق النقدي المتاح، وذلك كما يلي:

- اعتماد توقعات ظاهرة ضمن مجال زمني طويل جدا(75 سنة أو أزيد)، وبذلك يتم تجاهل القيمة النهائية؛
- اعتماد طريقة النمو إلى فترة لانهائية للتدفق النقدي المتاح، والتي تنطلق من الشكل التالي:

$$V_t = CFD_{t+1} / \left(k_c - g\right)$$

حيث:

Vt: القيمة النهائية؛

CFD t+1: المستوى المعياري للتدفق النقدي المتاح أثناء السنة الأولى التي تلي فترة التوقعات الظاهرة؛

Kc: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (WAAC)؛

-g: معدل النمو المتوقع اللانهائي للتدفق النقدي المتاح (مع g<kc) .

ترتكز الطريقة الثالثة على الشكل الذي يحسب التدفق النقدي الذي ينمو بمعدل نمو إلى فترة لانهائية، لكن مبينة من خلال عوامل خلق القيمة، وتحسب:**

$$V_t = \left(RE_{t+1} \times \left(1 - g / r\right)\right) / \left(k_c - g\right)$$

حيث:

RE t+1: النتجة الصافية للاستغلال قبل المصاريف المالية (NOPLAT) للسنة الأولى التي تلي فترة التوقعات الظاهرة؛

-g: معدل النمو اللانهائي المتوقع لـ RE ؛

-r: النمو المتوقع للعائد على الاستثمار الصافي الإضافي.

تعطي الطريقة الأخيرة -والتي تعرف بطريقة عامل خلق القيمة- نتائج مماثلة لنتائج طريقة نمو التدفق النقدي المتاح لفترة لانهائية، ذلك أن البسط لكلا المعادلتين التي تحسبهما متساويين وأن المقام يعطي صورة للتدفق النقدي المتاح للطريقة الأولى في شكل عوامل لخلق القيمة في الطريقة** .

من خلال استعراض هذا النموذج، يتضح بأنه يعتمد على خلفية نظرية قوية ترتكز على منظور التدفقات النقدية المخصومة التي تعود لنظرية الاستثمار مع اعتماد بعض التعديلات للخروج

---

[87])- Ibidem, P : 311-312.

[88])- Ibidem, PP : 313-317.

**- تتساوى هذه الطريقة مع الطريقة السابقة التي تحسب التدفق النقدي الذي ينمو بمعدل نمو لفترة لانهائية، للبرهنة على ذلك أنظر إلى:

- T.Copeland, T.Koller et J.Murrin, Op.cit, P : 314.
- J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l’entreprise, Op.cit, Annexe 2.

بمؤشر يستطيع قياس خلق القيمة للمؤسسة بشكل عملي، ليسمح لها باتخاذ قرارات ذات تأثير طويل المدى بالأخص، باعتبار ارتباط المدة الطويلة المأخوذة بحياة المؤسسة، فنجد أن فترة التوقعات الظاهرة تصل إلى خمسة عشر (15) سنة -كما ينصح بذلك مبتكروها-. وعليه، يصلح هذا النموذج ويوافق كثيرا مراقبة وتقييم وترشيد اتخاذ القرارات ذات الصبغة الإستراتيجية، بما في ذلك المالية منها، وما يعكس هذا التوجه أكثر اسم النموذج نفسه، إذ سمي بنموذج استراتيجية القيمة.

خلاصة واستنتاجات:

بعد استعراض النموذجين المختارين لقياس خلق القيمة، واللذين لهما شهرة في هذا المجال من خلال اعتمادهما في ترتيب المؤسسات واستعمالهما الواسع من طرف المؤسسات والمهتمين بالأسواق المالية، تبين أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة المقدم من طرف شركة "ستارن ستيوارت للاستشارة" له جذور في النظرية الاقتصادية، والتي تبلورت بشكل عملي لأول مرة من خلال ظهور مؤشر أداء في سنوات الخمسينات من القرن العشرين تحت اسم "الربح المتبقي"، فالقيمة الاقتصادية المضافة ما هي إلا مؤشر الربح المتبقي تم تطويره بإدخال فكرة تكلفة رأس المال. وفيما يرتبط بالقيمة السوقية المضافة المبتكرة من طرف نفس مكتب الاستشارة فإنها هي الأخرى تجد جذورها في النظرية المالية الحديثة، لكونها سوى انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية.

أما عن نموذج استراتيجية القيمة المقدم من طرف مكتب "ماكينزي للاستشارة" فهو الآخر يستند لخلفية نظرية واضحة تحكمه في إطار النظرية المالية، باعتباره يعتمد على مفهوم التدفق النقدي المتاح، بحيث تحسب قيمة المؤسسة من خلال استحداث تلك التدفقات.

وما تم إضافته من طرف مبتكري النموذجين على اختلاف طرائقهم في الوصول لقياس خلق القيمة ودفع المؤسسة نحو تعظيمها، هو قيامهم بتعديلات واقتراحات (محاسبية،...)، وبناء منهجية عملية -تسمح بترجمة المفاهيم النظرية إلى واقع عملي- تمكن من الوصول للهدف الذي تنشده المؤسسة في إطار النظرية المالية والمتمثل في تعظيم القيمة المرادف لخلق القيمة. فمفهوم خلق القيمة هو مفهوم قديم ظهر في إطار النظرية المالية في شقها المرتبط بمالية المؤسسة منذ حوالي نصف قرن من الزمن، من خلال ظهور مفهوم القيمة الحالية الصافية NPV[***] التي تنتج عن استحداث التدفقات النقدية المتاحة ثم طرح قيمة الاستثمار منها، لذلك فهذا المفهوم القديم يعتبر أساس كل تفكير مرتبط بخلق القيمة[89].

[***] - Net Present Value.

[89])- F.Bogliolo, La création de valeur, Editions d’organisation, Paris, 2000, P : 43.

الباب الثالث: واقع وآفاق تقييم المؤسسات في الجزائر

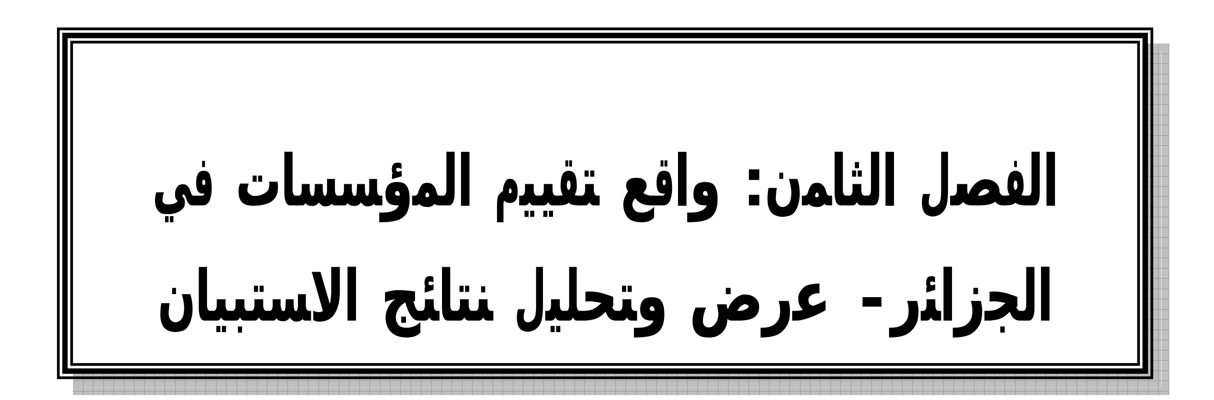
الفصل الثامن: واقع تقييم المؤسسات في الجزائر- عرض وتحليل نتائج الاستبيان

الفصل التاسع: آفاق تقييم المؤسسات في الجزائر– تقييم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار

الباب الثالث: واقع وآفاق تقييم المؤسسات في الجزائر

بعدما تطرقنا إلى الجانب النظري للموضوع من خلال دراسة مختلف أبعاده في البابين السابقين، سنخصص هذا الباب للدراسة الميدانية للموضوع بالتعرض له في الجزائر، مستعملين في ذلك أدوات مختلفة تمكننا من استخلاص النتائج. ويشمل هذا الباب على فصلين، حاولنا من خلالهما الوقوف على موضوع التقييم ببعديه (اتخاذ القرار وأغراض التفاوض).

ولقد تطرقنا في الفصل الثامن إلى واقع تقييم المؤسسات في الجزائر من خلال عرض وتحليل النتائج المرتبطة بالاستبيان المعد لهذا الغرض، أما الفصل التاسع، فقد تطرقنا فيه إلى آفاق تقييم المؤسسات في الجزائر والمرتبط أساسا بعملية التقييم لأغراض اتخاذ القرار سواء تعلق الأمر بالتسيير الداخلي للمؤسسة أو بتسيير المحافظ المالية ببورصة القيم.



الفصل الثامن: واقع تقييم المؤسسات في الجزائر- عرض وتحليل نتائج الاستبيان

المبحث الأول: عرض الاستبيان.

المبحث الثاني: معالجة وتحليل نتائج الاستبيان.

الفصل الثامن: واقع تقييم المؤسسات في الجزائر- عرض وتحليل نتائج الاستبيان

عرف الاقتصاد الجزائري منذ بداية تسعينيات القرن الماضي جملة من الإصلاحات تهدف لترسيخ قواعد اقتصاد السوق، حيث أملتها متغيرات داخلية وأخرى خارجية. إن هذه الإصلاحات الاقتصادية وما صاحبها من عوائق وما يمكن أن تحدثه من آثار على الصعيد الاجتماعي بالأخص، جعلت الجزائر تمر بفترة انتقالية طال أمدها من النمط الاقتصادي الذي كان سائدا قبيل تلك الفترة إلى النمط الجديد، إذ تكاد تصل إلى عقدين من الزمن، الأمر الذي تنجر عنه تكاليف تضاف لفاتورة الإصلاحات.

ففي ظل ذلك، أفرزت هذه الوضعية انعكاسات وواقعا تبلور وظهرت معالمه على مستوى الاقتصاد الكلي والجزئي على حد سواء. ولقد كانت عمليات خصخصة المؤسسات من أبرز مشاهد هذه الإصلاحات، بالنظر لحجمها وحساسيتها (الاقتصادية والاجتماعية) وكذا للزخم الإعلامي الذي سايرها على الأقل مع ظهور النصوص القانونية المتعلقة بها وفي بدايات تطبيقها، وبالنظر لتعطل برنامج الخصخصة مرات عدة، الأمر الذي جعل السلطات تتأخر في تنفيذه وتعيد النظر فيه. فنتيجة لذلك، ومع بقاء الملف مفتوحا لمدة ليست بالقصيرة*، جعلت منه أحد اهتمامات الرأي العام الوطني المثيرة للجدل. إن عمليات خصخصة المؤسسات، وبشكل عام عمليات إعادة هيكلتها، عمليات حلها، كانت إجراءات تعمل لمحاولة إصلاح المؤسسات الاقتصادية الجزائرية باعتبارها لب العملية الاقتصادية ومصدر خلق الثروة والمحرك الأساسي للنشاط الاقتصادي.

لقد ساهمت هذه الإصلاحات في ظهور مهنة جديدة أو على الأقل نشاط لم يكن معروفا في السابق، والمتمثل في عملية تقييم المؤسسات، فصعوبة تحديد قيمة المؤسسة يعتبر من المشاكل التي كانت تطرح كل مرة في عمليات الخصخصة، ومن بين العوامل التي ساهمت بشكل ثانوي في تأخرها. وباعتبار أن هذا النشاط حديث النشأة في الجزائر ومن الأمور التي صاحبت عملية الإصلاح الاقتصادي، كان من الواجب الوقوف على هذه التجربة لتسليط الضوء عليها ودراستها لكي يتم معرفة النقائص والإيجابيات التي تخللتها، الأمر الذي يمكن أن يساهم في تقويمه وترقيته، فنشاط تقييم المؤسسات يعتبر حلقة ضرورية لنجاح مسار هذه الإصلاحات وحتى لما بعد مرحلة الإصلاحات.

لذلك، سنحاول في هذا الفصل الوقوف على واقع تقييم المؤسسات في الجزائر من خلال استجواب مهنيين –محاسبين- وأكاديميين لمعرفة مجموعة من القضايا المرتبطة بذلك، ذلك أن عملية التقييم أوكلت للمحاسبين المسجلين في المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين، بالإضافة لمكاتب استشارية أجنبية. أما عن استجواب الأكاديميين فهي عملية ضرورية لتكملة النقص الذي قد يحصل في الجوانب النظرية للعملية، باعتبار أن الأكاديميين أغلبيتهم من المطلعين على الموضوع، وحتى نجد من بينهم من لديه تكوين مهني في مجال المحاسبة، يساهم في فهم وإثراء الموضوع.

---

*- أفادت آخر الأرقام أن 430 مؤسسة عمومية تم التنازل عنها، وأن 300 مؤسسة أخرى مرشحة للخصخصة. في: مقال بعنوان: إجمالي رقم أعمالها يفوق 200 مليون أورو: الحكومة تشرع في التنازل عن 13 مؤسسة عمومية أخرى، يومية الخبر ليوم الأحد 02 سبتمبر 2007، ص: 11.

المبحث الأول: عرض الاستبيان

قصد استيفاء جزء من الدراسة، اعتمد الباحث على أسلوب التحري المباشر باستخدام الاستبيان الذي أصبح الطريقة المناسبة لمعرفة مدى تطابق وجهة نظرنا ونتائج الدراسة النظرية مع ما تراه العينة المختارة من مجتمع الدراسة. إذ أن اعتمادنا على الاستبيان، إنما جاء كنتيجة لسد النقص الحاصل في المعلومات – لعدم توفرها و/أو صعوبة الحصول عليها- حول موضوع الدراسة من جهة، وكوسيلة فعالة لاستقصاء أراء المهتمين وذوي الصلة بموضوع الدراسة.

نعرض في هذا الجزء لاستمارة الاستبيان التي تمثل قاعدة المعطيات التي تم الاعتماد عليها في الدراسة الإحصائية، إذ سنتناول الظروف التي أعد فيها وكيفية بنائه، ثم إخضاعه للتحكيم العلمي، وفي النهاية اختباره بالشكل الذي يجعله يفي بالغرض المطلوب. إضافة إلى ذلك، سنسلط الضوء على المنهجية المتبعة في هذه الدراسة الميدانية.

1-1: مراحل إعداد الاستبيان

1-1-1: بناء استمارة الاستبيان

تمت طباعة الاستبيان على أوراق عادية، حيث تضمن ثمانية وعشرين سؤالا، وتم صياغتها باللغة العربية. ولقد حرص الباحث قبل نشر استمارة الاستبيان على إخضاعه لعملية التحكيم من قبل أساتذة مختصين في مجال الإحصاء والمالية والمحاسبة، كما في علم النفس، إذ تم الاعتماد على أساتذة من هذا الاختصاص نظرا لتعاملهم المستمر في دراساتهم على أسلوب الاستبيان وطريقتهم في معرفة بنائه بالشكل الذي يأخذ بالاعتبار الظروف النفسية للمستقصى. فهذا الإجراء مطلوب في مثل هذه الأعمال قصد التأكد من سلامة بناء الاستمارة من مختلف الجوانب (دقة الأسئلة، وابتعادها عن الغموض، تغطية الأسئلة لجميع عناصر الدراسة، عدم حملها للتناقضات، اختبار مدى جدية أفراد العينة في التعامل مع الأسئلة بإدراج الأسئلة المفخخة،...).

بعد الانتهاء من إخضاع الاستبيان للتحكيم، قمنا بوضعه في اختبار أولي قصد معرفة مدى إمكانية عمله بشكل ملائم، واستخراج النقائص والسلبيات التي قد تشوبه، خاصة التكرار أو طول الأسئلة والغموض والتعقيد، التي قد تجعل من أفراد العينة يشعرون بالملل، مما يقودهم لعدم التعامل مع الاستبيان بشكل جدي.

بعد الأخذ بعين الاعتبار للملاحظات التي صدرت عن الأساتذة المحكمين، بالإضافة إلى ما تم استنتاجه من نقائص من خلال الاختبار الأولي الذي شمل عشرين فردا، تم ضبط أسئلة الاستبيان وصياغتها بشكل نهائي، لتكون في شكل استمارة الاستبيان الواردة في الملاحق (أنظر الملحق رقم..).

1-1-2: نشر استمارة الاستبيان على أفراد العينة

قد اعتمدنا في توزيع الاستبيان على عدة طرق، أهمها التسليم المباشر (المقابلة الشخصية) التي حازت على النصيب الوافر باعتبار أن أفراد العينة هم في غالبيتهم أساتذة جامعيون، بالنظر لوظيفة الباحث الذي يشتغل كمدرس بالجامعة، استطعنا أن نتواصل مع زملائنا لتسليمهم الاستمارة بشكل مباشر مع الحرص على إرجاعها على أكثر تقدير في يومين لتفادي أي تعطل أو نسيان من طرفهم. وذلك بمناسبة الاحتكاك المستمر بالزملاء الذين يعملون بنفس المؤسسة (جامعة ورقلة) و بمناسبة التنقل من حين إلى آخر للمؤسسة المسجل بها (جامعة الجزائر). ولقد تم تسليم أكبر عدد ممكن من الاستمارات بمناسبة الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية الذي انعقد يومي 12 و13 ديسمبر 2005 بكلية علوم التسيير والعلوم الاقتصادية بجامعة 20 أوت 55 –سكيكدة- والذي

جمع أكاديميين ومهنيين، الأمر الذي ساعدنا في إثراء الموضوع والوقوف على ملأ الاستمارات بشكل مباشر لتفسير أي أمر قد يراه المستقصى غامضا، بالإضافة إلى ترجمة الأسئلة من اللغة العربية إلى اللغة الفرنسية للأفراد الذين يجدون صعوبة في التعامل باللغة العربية.

وباعتبار أن أفراد العينة هم أيضا من المهنيين الذين يشتغلون في حقل المحاسبة، فقد سلمت لهم الاستمارات في أغلبها بشكل مباشر، وذلك باعتبار أن الباحث هو أيضا حامل لصفة محافظ حسابات وخبير محاسبي في نهاية التربص، الأمر الذي ساعدنا في مناسبات عدة من الالتقاء بالمحاسبين باختلاف درجاتهم لتسليمهم للاستمارات، مع تتبع في كثير من الأحيان لعملية ملأ الاستمارة لهؤلاء قصد ترجمة الأسئلة من اللغة العربية إلى اللغة الفرنسية، باعتبار أن جزءا من المستجوبين ذوي تكوين باللغة الفرنسية، بالإضافة إلى إيضاح بعض النقاط التي قد تبدو غامضة، وقد تم اعتماد هذا الإجراء كلما سنحت الفرصة لذلك، بالإضافة إلى ذلك لقد تم التنقل وزيارة بعض مكاتب المحاسبة المتواجدة بالأخص في مدينتي ورقلة والجزائر العاصمة.

إن اعتماد الباحث بشكل كبير على الأسلوب المباشر (المقابلة الشخصية)، بالرغم من تكلفته المرتفعة بسبب التعدد والتباعد الجغرافي لأفراد العينة وكذا طول الفترة الزمنية اللازمة لإنهاء الدراسة، إنما كان لسببين رئيسيين؛ أولهما تتبع ملء الاستمارة وإزالة أي لبس وغموض يجده المستجوب في الأسئلة، والثاني هو تقليل نسبة عدم استرجاع الاستمارات المرسلة إلى أقل حد ممكن.

وعموما تم الاعتماد على طريقتين في توزيع استمارة الاستبيان، وهما:

1. التسليم المباشر: وذلك بتسليم أفراد العينة الاستمارة مباشرة؛
2. التسليم غير المباشر: وذلك بالاستعانة ببعض الزملاء الأكاديميين وبعض المهنيين على تسليم الاستمارة وإرجاعها، وذلك في مختلف جهات الوطن.

أما بالنسبة للردود على الاستمارات فقد تمت كما يلي:

1. الحصول على الإجابة في نفس وقت تسليم الاستمارة؛
2. إعادة الاتصال بالفرد مرة ثانية لاستلام الإجابة بعد تسليم الاستمارة له، إذ أن المدة لا تتجاوز الأسبوع.
3. الاتصال بالزملاء الذين ساعدونا في توزيع الاستمارات بشكل دوري للحصول على ما تم تجميعه من الاستمارات.

1-1-3: معالجة استمارة الاستبيان

تم في هذه المرحلة فرز وتحليل الإجابات المتضمنة في الاستمارة، قصد بناء قاعدة معطيات الاستبيان، والتي تتم إعدادها بالاعتماد على برنامج "ايكسل 2003" EXEL 2003 الذي يصلح في مثل هذه العمليات، لتوفره على خيارات عديدة. فبعد استبعاد الاستمارات الملغاة تم تفريغ الإجابات من الاستمارات المعتمدة في شكل جدول مصفوفي يتضمن 98 عمودا و78سطرا، حيث تم تخصيص خانة لكل جواب في الاستمارة سواء كان رئيسيا أو فرعيا، وبهذا حصلنا على قاعد معطيات للاستبيان تتكون من (98 *78) والتي تساوي 7644معطية.

ولقد تم تفريغ الإجابات في الخانات المناسبة لها في شكل كمي من خلال استعمال رموز الأعداد؛ حيث تم إعطاء الرمز 1 للخانة المختارة وعند وجود الأسئلة النوعية تم اعتماد الرقم 1 لمهم جدا، الرقم 2 لمهم ،...، وهكذا. أما بالنسبة للأسئلة فقد تم ترميزها من 1 إلى غاية 28 والذي يمثل

آخر سؤال، وبالنسبة للأسئلة التي تحمل أكثر من جواب فقد تم ترميزها بالشكل التالي؛ مثلا السؤال 15 يحتمل ثلاث إجابات فالخيار الأول يرمز بـ 1/15، وهكذا.

1-2: منهجية الدراسة

1-2-1: هيكل الاستبيان وفرضياته

تضمنت استمارة الاستبيان ثمانية وعشرين(28) سؤالا بوبت في أربع محاور رئيسية، ولقد تم إعداد الأسئلة طبقا للأنواع المتعارف عليها في مجال منهجية الاستبيان، حيث أخذت الأسئلة ذات النوع المغلاق التي تحتمل إجابة محددة حصة معتبرة من الأسئلة، لكي تتيح لنا تحديد أراء أفراد العينة بشكل دقيق فيما يرتبط بأهم المواضيع التي تناولتها أسئلة الاستبيان، كما تسهل لنا عملية تفريغها ضمن قاعدة المعطيات. إضافة إلى ذلك، تم الاعتماد على طريقة الأسئلة المفتوحة بالنسبة لبعض القضايا التي تحتمل مجموعة من الإجابات، وذلك بوضع مجموعة من الاختيارات الموافقة لهذا النوع من المسائل، مع ترك المجال مفتوحا دائما -بوضع عبارة أخرى- للوقوف على آراء أفراد العينة بشكل صحيح. ولقد تم وضع ملاحظة في مقدمة الاستبيان لترك الحرية للمستجوب في التعليق على أي سؤال وارد في استمارة الاستبيان لإثراء الموضوع.

ولقد تم تبويب أسئلة الاستبيان كما يلي:

- المحور الأول: يتضمن أسئلة عامة، الغرض منها جمع بيانات ومعلومات تخص الفرد المستجوب، والتي تبدأ من السؤال رقم 01 إلى غاية السؤال رقم 06؛
- المحور الثاني: يرتبط بالأسئلة المتعلقة بممارسة عملية تقييم المؤسسات بشكل عام، والتي تضم الأسئلة من السؤال رقم 07 إلى غاية السؤال رقم 10؛
- المحور الثالث: يرتبط بالأسئلة المتعلقة بواقع ممارسة تقييم المؤسسات في الجزائر، والتي تضم الأسئلة من السؤال رقم 11 إلى غاية السؤال رقم 20؛
- المحور الرابع: يبحث في علاقة تقييم المؤسسة بالاستثمار المالي في البورصة، ويضم الأسئلة من السؤال رقم 21 إلى غاية السؤال رقم 28.

وعموما، تحاول مجمل هذه المحاور والأسئلة التي تتضمنها معرفة آراء المهتمين بتقييم المؤسسة أكاديميين ومهنيين (ممارسين ومحتملين) حول واقع التقييم في الجزائر من جهة وآفاقه المرتبط بالاستثمار المالي في بورصة القيم بالجزائر من جهة أخرى.

جاء التقسيم أعلاه متماشيا للفرضيات التي تم صياغتها بمناسبة بناء هذا الاستبيان-الموافقة لفرضيات المقدمة العامة في الجانب النظري- الذي نحاول من خلال تحليل إجاباته، اختبار مدى تحققها من عدمه. وتتمثل هذه الفرضيات فيما يلي:

- الفرضية الأولى: يعبر تعدد مداخل وطرق تقييم المؤسسات عن أوضاع، ظروف ودوافع مختلفة للعملية؛
- الفرضية الثانية: تحدد قيمة المؤسسة بناء على مجموعة من المحددات تجعل من طريقة تقييم أو طرق تقييم معينة صالحة لها دون أخرى؛
- الفرضية الثالثة: لم يتم الاعتماد على طرق التقييم المرتكزة على منظور التدفقات في الجزائر بشكل كبير، بالنظر لما يلي:
  1. أن وضعية أغلبية المؤسسات الجزائرية غير موافقة لها.

2. عدم وضوح وكفاية الجهات التي تمكن من جمع المعلومات المرتبطة بها كالنظام المصرفي والسوق المالي.
3. ميل أغلبية الخبراء المقيمين في الجزائر إلى النظرة المحاسبية على الحساب النظرة المالية.

- الفرضية الرابعة: يؤدي إنشاء هيئة تعنى بتقييم المؤسسات في الجزائر إلى تحسين أداء عمل الخبراء المقيمين؛
- الفرضية الخامسة: يؤدي تبني تقييم المؤسسة من طرف المستثمرين الماليين إلى ترشيد مختلف قراراتهم المتخذة بشأن الاستثمار المالي؛
- الفرضية السادسة: يساهم تبني تقييم المؤسسة من طرف المستثمرين الماليين في تفعيل كفاءة بورصة القيم.
- الفرضية السابعة: لقد أدى الضيق الشديد لبورصة قيم الجزائر لتجاهل أهمية عملية التقييم من طرف المستثمرين الماليين.

1-2-2: هدف الدراسة

يتركز الهدف الرئيسي لهذا الجزء من الدراسة التطبيقية، في القيام بتحليل الواقع العملي في الجزائر بغرض معرفة مدى مطابقته لما تم التوصل إليه من نتائج في الجانب النظري، وذلك من خلال الوقوف على واقع تقييم المؤسسات في الجزائر والدوافع التي دعت إليه من جهة، ومن جهة أخرى معرفة التحديات المرفوعة والأفاق المنتظرة من عملية التقييم فيما يرتبط بدافع اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين داخل بورصة القيم.

1-2-3: مجتمع الدراسة وعينة البحث

يتحدد مجتمع الدراسة في الممارسين الفعليين أو المحتملين لعملية تقييم المؤسسات ممثلين في المحاسبين، والمهتمين بها من الأكاديميين، ممثلين في أساتذة الجامعات، بالإضافة للمتدخلين في بورصة القيم المسيرين للحوافظ المالية (السماسرة) وذلك في الجزائر. وعليه، تم تبويب مجتمع الدراسة إلى مايلي:

1- المهنيين المعتمدين الممارسين للمحاسبة، المسجلين في جدول منظمة الخبراء المحاسبيين، محافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين، حاملي شهادة الليسانس على الأقل.
2- أساتذة الجامعة المختصين في المحاسبة والمختصين في المالية والباحثين في مجال تقييم لمؤسسات.
3- ممثلي السماسرة ببورصة القيم للإدلاء برأيهم في الشق المرتبط بالتقييم والاستثمار المالي. لكن نظرا لمحدودية هذه الفئة، يضاف لها التعامل السلبي مع الباحث فيما يرتبط بمحاولة الاتصال بممثليهم أثناء أيام التداول في بورصة الجزائر أو في مقراتهم، إذ بعد محاولات كثيرة تم تسلم استمارتين إثر القيام بمقابلتهم، والتي تعتبر غير كافية، لذلك تم استبعاد هذه الفئة من الدراسة (ضمن الاستبيان).*

ولغرض القيام بالدراسة، تم اختيار عينة عشوائية من مجتمع الدراسة، لم يتم تحديد حجمها بشكل مسبق، إذ تم توزيع(350) استمارة شملت أكاديميين ومهنيين من مختلف جهات الوطن. وللإشارة، فقد عمد الباحث على أن يكون مجتمع الدراسة السابق بيانه، من ذوي الشهادات العليا، فهم

*- لقد تم القيام بمقابلات شخصية مع الطرفين الذين أبديا تجاوبا لسؤالهما حول قضايا تتعلق بما هو مطروح في استمارة الاستبيان وقضايا أخرى.

على الأقل من حملة شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية أو علوم التسيير أو العلوم التجارية، لكي يسمح ذلك للمستجوب بالتعامل مع أسئلة الاستمارة بشكل جيد، لذلك فإنه تم استبعاد المهنيين ذوي المستوى الأقل من الليسانس من الفئة الأولى. هذا، ويبين الجدول أسفله الإحصائيات المرتبطة باستمارات الاستبيان.

الجدول رقم (08-01): بيان بقوائم الاستبيان المرسلة والمستلمة من عينة الدراسة

البيان	العدد	النسبة %
عدد الاستمارات المرسلة	350	100
عدد الاستمارات المستلمة	219	62.57
عدد الاستمارات المفقودة	131	37.43
عدد الاستمارات الملغية	141	40
عدد الاستمارات المقبولة	78	22.28

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من نتائج فرز استمارات الاستبيان

1-2-4: حدود وصعوبات الدراسة

1-2-4-1: حدود الدراسة

تقع حدود هذا الجزء من الدراسة الميدانية فيما يلي:

- الحدود المكانية: تحاول الوقوف على واقع وآفاق الممارسة الميدانية لتقييم المؤسسات في الجزائر؛
- الحدود الزمنية: تمتد هذه الدراسة ونتائجها لما بعد مرحلة الإصلاحات 1990بشكل عام، وبالتحديد في المجال الزمني الذي تم فيه تحديد فترة القيام بملء الاستمارات (إرسالها وتسلمها) والمتمثلة في سنة ونصف (جانفي2005 – جوان 2006)؛
- حدود موضوع الدراسة: يهتم هذا الجزء من الدراسة الميدانية (الاستبيان) بمحاولة الوقوف على واقع تقييم المؤسسات في الجزائر والإجراءات الواجب مراعاتها لتحسين أداء الخبراء المقيمين دون الغوص في التفاصيل الفنية للتقييم، من جهة، ومن جهة ثانية معرفة آراء المستجوبين حول أهمية تقييم المؤسسات بالنسبة للاستثمار المالي في بورصة القيم.

1-2-4-2: صعوبات الدراسة

كأي دراسة تتم في محيط بشري، نجد أنها تتعرض لصعوبات ومشاكل، إذ أن حجمها يزيد وينقص حسب البيئة التي يتم فيها البحث، ومدى استجابة وتنظيم مجتمع الدراسة. لقد واجهت الباحث عند استعمال أداة الاستبيان لجمع المعلومات والآراء مجموعة من المشاكل قللت بعض الشيء من فعاليته، تمثلت فيما يلي:

- التجاوب السلبي لبعض المستجوبين مع أسئلة الاستمارة، إذ نميز بين نوعين من هذا التجاوب السلبي يلاحظان من خلال الجدول أعلاه الخاص بقوائم الاستبيان المرسلة والمستلمة رقم (08-01)، الأول يتمثل في عدم إرجاع جزء من الاستمارات التي سلمت بطريقة غير مباشرة بالرغم من الاتصال المباشر مع هؤلاء للاستفسار عن مصير الاستمارة، إذ نجد أن ما نسبته 37.43 % لم يتم تسلمها لسبب ضياعها، أما الثاني فيتمثل في التعامل غير الدقيق مع استمارة الاستبيان أو عدم فهم محتويات الأسئلة مما جعل ما نسبته 40 % من مجموع الاستمارات المرسلة يلغى بسبب عدم الإجابة على الجزء الأكبر من أسئلة الاستمارة أو لعدم جدية الإجابة من خلال الوقوع في مصيدة الأسئلة المفخخة.
- التباعد الجغرافي لأفراد العينة، مما صعب في بعض الحالات من تقديم أسئلة الاستبيان وشرحها عند الضرورة، الأمر الذي ساعد على كثرة الاستمارات الملغية.

المبحث الثاني: معالجة وتحليل نتائج الاستبيان

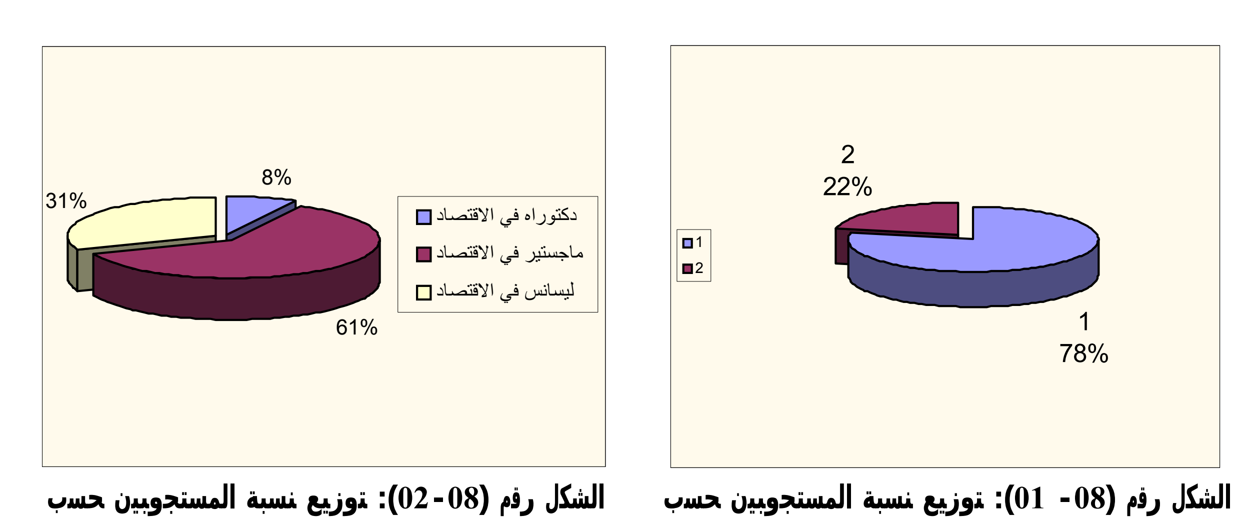
لقد تم استعمال برنامج "ايكسال 2003" في جمع وتبويب البيانات، بالإضافة لاستخدامه في إخراج كافة الجداول والبيانات التي تتضمن نتائج الاستبيان في شكل تكرارات ونسب مئوية تساعد على التحليل. وقصد تحليل الإجابات سيتم تقسيم الاستبيان إلى أربعة محاور حيث يتم عرض وتحليل الثلاث محاور الأولى في هذا الفصل، أما المحور الرابع والأخير فللضرورة البحثية سيتم تحليله في الفصل القادم، وتتمثل هذه المحاور فيما يلي:

1- الخصائص الديموغرافية لعينة الدراسة؛
2- ممارسة تقييم المؤسسات بشكل عام؛
3- واقع ممارسة تقييم المؤسسات في الجزائر؛
4- علاقة تقييم المؤسسات بالاستثمار المالي.

2-1: الخصائص الديموغرافية لعينة الدراسة

2-1-1: الجنس

بلغت نسبة مشاركة العنصر الذكري (1) في الاستبيان 78 %، بينما بلغت نسبة المشاركة بالنسبة للإناث (2) 22%. وفي اعتقادنا أن هذه النتيجة، إنما تمثل حقيقة مجتمع الدراسة، خاصة بالنسبة للجانب المهني، أين نجد أن الذكور أكثر من الإناث بسبب عزوف الكثير من الإناث التوجه للعمل في مجال المحاسبة كمهنة حرة، وإن كان هذا الأمر قليلا بالنسبة للفئة الثانية ممثلة في أساتذة الجامعات، أين نجد أن هناك توجه مقبول من طرف الإناث، خاصة إذا علمنا أن هناك تخصص المالية، الذي يجذب نسبة كبيرة من الإناث بالمقارنة بتخصص المحاسبة. الشكل رقم (08- 01)



الشكل رقم (08- 01): توزيع نسبة المستجوبين حسب الجنس

الشكل رقم (08-02): توزيع نسبة المستجوبين حسب الشهادة العلمية

2-1-2: الشهادة العلمية

باعتبار أننا اعتمدنا كأقل شهادة بالنسبة للمستجوبين الليسانس في التخصص، توفرت لدينا الشهادات العليا الثلاث، حيث كانت نسبة المستجوبين الذين يحملون شهادة الليسانس 31 % ، بينما من يحملون شهادة الماجستير فكانت نسبتهم هي الأعلى حيث بلغت 61% ، أما المستجوبون الحاملون لشهادة الدكتوراه فقد سجلت النسبة الأقل بواقع 08% . وتعتبر هذه النتائج منطقية ومفسرة لمجتمع الدراسة، غير أن التحيز الذي كان لحساب حملة شهادة الماجستير جاء نتيجة لطبيعة عمل الباحث

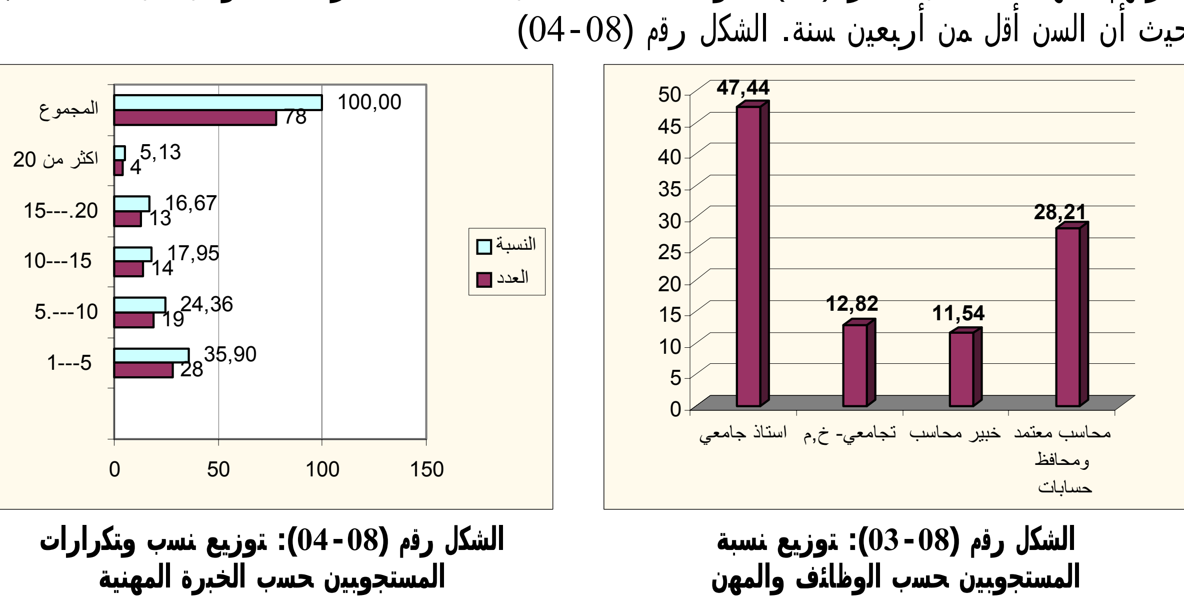
كمدرس ونتيجة لاحتكاكه مع هذه الفئة، وبالنظر لهيمنة من يحملون شهادة الماجستير في التدريس في الجامعات على من يحملون الدكتوراه، إضافة لوجود فئة كبيرة من الأساتذة (أغلبهم من حملة الماجستير) يزاولون مهنة المحاسبة كأعضاء مسجلين في المصف الوطني، الأمر الذي جعل حملة الماجستير يمثلون النسبة الأكبر (حتى أكبر من حملة الليسانس بواقع الضعف). الشكل رقم (08-02)

2-1-3: الوظيفة

باعتبار أن عينة الدراسة تتكون من فئتين، فئة المهنيين الذين ينشطون في حقل المحاسبة، وفئة الأكاديميين الذين يزاولون نشاط التدريس بالجامعة بشكل دائم، نستخلص بأن هناك وظيفتين تمارس من طرف أفراد العينة، وظيفة في شكل مهنة حرة، ووظيفة التدريس في الجامعة، كما أن خلال ملء الاستمارات تبين أن هناك من أفراد العينة من يزاول مهنة التدريس في الجامعة ويمارس مهنة المحاسبة في شكل عمل حر. وقمنا بإعطاء تفصيل أكثر لمهنة المحاسبة من خلال الوقوف على الشهادة المهنية، حيث سجلت وظيفة من يزاولون مهنة التدريس في الجامعة فقط أعلى نسبة، حيث بلغت 47.44%، ثم تلتها نسبة من يزاولون مهنة المحاسبة في شكل عمل حر فقط بواقع 39.75% (موزعة كمايلي: المحاسبون ذوو الشهادة المهنية محاسب معتمد ومحافظ حسابات 28.21% ، المحاسبون ذوو الشهادة المهنية -خبير محاسب- 11.54%)، تليها في الأخير الفئة التي تجمع بين وظيفة التدريس في الجامعة و امتهان المحاسبة كعمل حر (دون تفصيل في الشهادة المهنية، إذ أقلها حامل لمحاسب معتمد ومحافظ حسابات) بنسبة 12.82 %. الشكل رقم (08-03)

2-1-4: الخبرة المهنية

باعتبار أن سنوات الخبرة متباينة بالنسبة لمفردات العينة، اعتمدنا تقسيمها إلى خمس فئات، تتشكل كل فئة من خمس سنوات، وعموما كانت النسب كما يلي؛ الفئة (من سنة إلى خمس سنوات) 35.90%، الفئة (من أكثر من خمس سنوات إلى عشر سنوات) 24.36% ، الفئة (من أكثر من عشر سنوات إلى خمسة عشر سنة) 17.95% ، الفئة (من أكثر من خمسة عشر سنة إلى عشرين سنة) 16.67% وأخيرا الفئة (أكثر من عشرين سنة) 05.13%. حيث كانت أعلى النسب في الفئات ذات الخبرة الأقل بسبب أن غالبية المستجوبين من الأساتذة الموظفين حديثا، بالإضافة لأن غالبية المهنيين هم من حديثي العهد في الحصول على الشهادة المهنية، حيث كانت 59.96% من مجموع المستجوبين خبرتهم المهنية أقل من عشر (10) سنوات، مما يفيد بأن غالبية أعمار المستجوبين من فئة الشباب، حيث أن السن أقل من أربعين سنة. الشكل رقم (08-04)

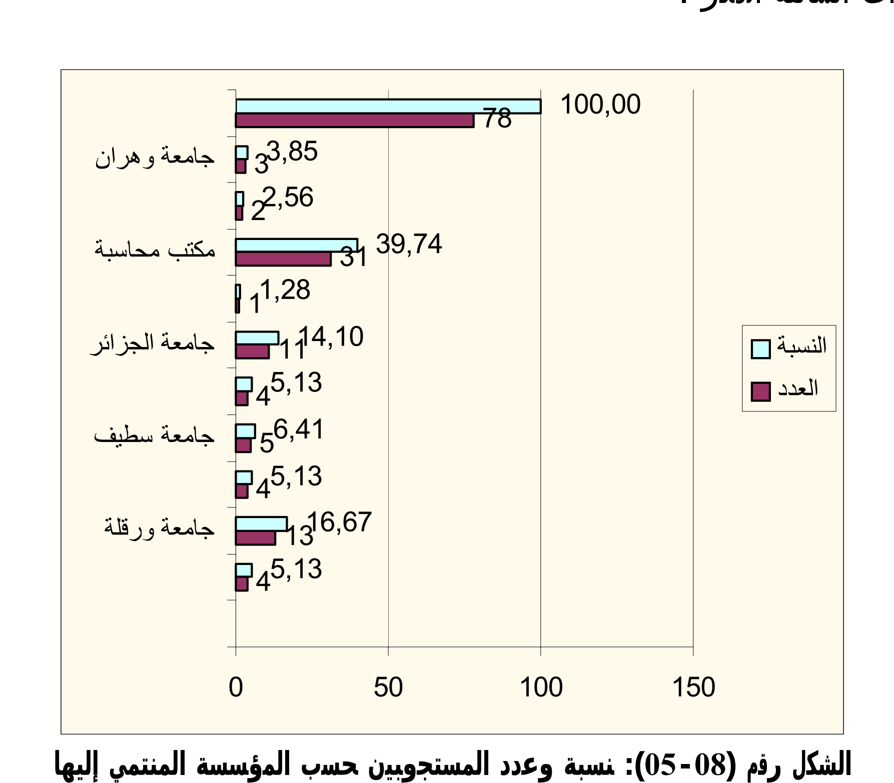


الشكل رقم (08-03): توزيع نسبة المستجوبين حسب الوظائف والمهن

الشكل رقم (08-04): توزيع نسب وتكرارات المستجوبين حسب الخبرة المهنية

2-1-5: المؤسسة المنتمى لها

يفيد هذا العنصر في معرفة المؤسسات والجهات التي ينتمي لها أفراد العينة، والتي تفيدنا في نفس الوقت في إعطاء صورة جزئية عن التوزيع الجغرافي لأفراد العينة، مع الملاحظ أن المهنيين لم يظهروا مكان تواجد مكتبهم الذي يزاولون فيه النشاط، لذا نكتفي بعبارة مكتب محاسبة، بينما الأفراد الذين يزاولون المهنتين معا فقد سجلوا اسم الجامعة المنتمين إليها. وعلى هذا الأساس سنبين ذلك في الشكل رقم (08- 05)، حيث نلاحظ أن أفراد العينة ينتمون لجهات متعددة من الوطن، وتكاد تكون نسب مشاركتها متقاربة ما عدا جامعة ورقلة التي سجلت نسبة 16.67% والتي يعمل الباحث بها، وجامعة الجزائر، حيث سجلت نسبة 14.10% والتي تمثل المكان الذي يقوم الباحث به في التحضير لشهادة الدكتوراه. أما فيما يرتبط بمكاتب المحاسبة فسجلت نسبة 39.74%، توزعت هي الأخرى بنسب متقاربة بين عديد الجهات من الوطن، لكن النسبة الكبرى توزعت بين مدينتي الجزائر وورقلة لنفس الاعتبارات السالفة الذكر .



الشكل رقم (08-05): نسبة وعدد المستجوبين حسب المؤسسة المنتمي إليها

2-2: ممارسة تقييم المؤسسات بشكل عام

يحاول هذا الجزء من الدراسة معرفة آراء المهنيين والأكاديميين المهتمين بموضوع تقييم المؤسسات حول بعض العناصر التي تمثل الإطار النظري للموضوع في جانب منها وتمثل قواعد أساسية لعملية التقييم، ومدى الإلمام بها، والتي تشمل الأسئلة من السؤال رقم 07 إلى غاية السؤال رقم 10 .وعليه، أسفرت إجابات المستقصين حول الأسئلة المرتبطة بذلك، على مايلي:

أولا: فيما يرتبط بالسؤال السابع الذي يدور حول مدى تبرير تعدد مناظير وطرق تقييم المؤسسات على المستوى الأكاديمي والمهني من عدمه- والذي كان من النوع المغلق- فقد أجابت ما نسبته 84% من مجموع المستجوبين بنعم؛ أي ترى بأن تعدد المناظير وطرق التقييم هو أمر مبرر، في حين ذهبت ما نسبته 3% إلى الإجابة بالنفي (لا)، وكانت إجابة النسبة الباقية التي تمثل 13% بلا أدري، الشكل (08-06).

وبخصوص الأسباب التي تبرر تعدد مناظير وطرق التقييم ، فقد اختلفت وتعددت بين آراء المستجوبين الذين أجابوا بنعم حول السؤال السابق، والجدول رقم (08-02) و الشكل رقم (08-07) يبينان نتائج ذلك. حيث لقيت المبررات الواردة في أسئلة الاستمارة قبولا كبيرا من طرف المستجوبين، إذ أن أقلها حاز على نسبة 39.74%، وهي نسبة إلى حد ما مقبولة.

وفي العموم، كان رأي المستجوبين على الدوافع كما يلي: سجل دافع "تعدد الأهداف والدوافع من وراء التقييم" النسبة الأعلى بواقع 82.05% ليليها مباشرة دافع "تنوع المؤسسات من حيث الحجم والقطاع الذي تنشط فيه" بنسبة 78.97%، ثم دافع "اختلاف الوضعية المالية للمؤسسات" من حيث الصعوبات المالية وتحقيق الخسائر أو الربح بواقع 57.69% ، مما يجعل هذه الدوافع الثلاثة هي الأكثر تبريرا على الإطلاق لتعدد طرق التقييم حسب المستجوبين، ثم تأتي الدوافع الأخرى ممثلة في؛ " اختلاف مستويات نضج المحيط الاقتصادي للبلدان من حيث نضج النظام المالي ، البنية التحتية للمعلومات،..."، "اختلاف وجهة نظر طرفي التفاوض" و" تعدد المرجعية النظرية لتقييم المؤسسات؛ الفكر المالي أو المحاسبي" بنسب 43.59%، 41.03% و39.74% على التوالي، إذ هي الأخرى لا تقل أهمية على الدوافع السابقة، غير أنها تحظى بتأييد أقل من طرف المستجوبين، وعموما نجدها تحظى بنسب مقبولة.

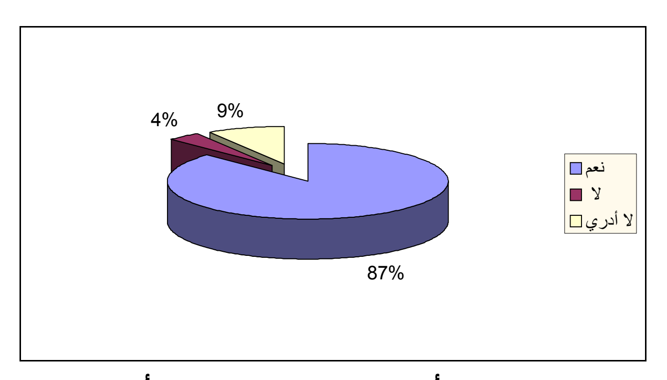
وهذا السؤال، نجده مرتبط بشكل مباشر بإحدى فرضيات هذه الدراسة والتي مؤداها " **يعبر تعدد مداخل وطرق تقييم المؤسسات عن أوضاع، ظروف ودوافع مختلفة للعملية**". فبعد تحليل نتائج ما سبق، نجد أن هذه الفرضية قد تحققت ويمكن الاحتفاظ بها. إذ أن تعدد تلك المداخل والطرق لم يأتي من فراغ، إنما نتج عن المبررات السابقة الذكر والتي تمثل ظروفا، أوضاعا ودوافع للعملية.

الجدول رقم (08-02):توزيع أراء المستجوبين حول مبررات تعدد مناظير وطرق تقييم المؤسسات

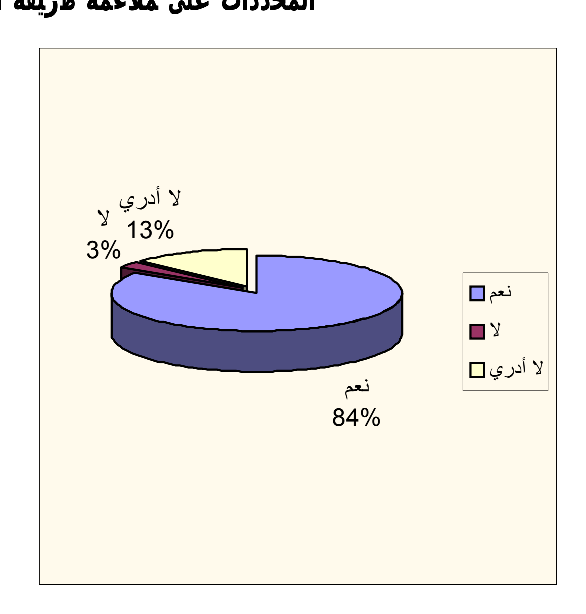
المبررات	التكرار	النسبة %
تعدد الأهداف والدوافع من وراء التقييم	64	82.05
تنوع المؤسسات من حيث الحجم والقطاع الذي تنشط فيه	46	78.97
اختلاف الوضعية المالية للمؤسسات	45	57.69
اختلاف مستويات نضج المحيط الاقتصادي للبلدان	34	43.59
اختلاف وجهة نظر طرفي التفاوض (البائع والمشتري)	32	41.03
تعدد المرجعية النظرية لتقييم المؤسسات	31	39.74
دوافع أخرى	01	01.28

ثانيا: أما بالنسبة للسؤال الثامن المتعلق بالموافقة من عدمها على أن توفر ومعرفة مجموعة من المحددات بشكل مسبق تجعل طريقة أو مجموعة من الطرق ملائمة لتقييم المؤسسة دون أخرى، ومن ثم إنجاح عملية التقييم. فقد أجاب ما نسبته 87% بالموافقة على ذلك (نعم)، في حين لم يوافق على ذلك (لا) ما نسبته 04%، والبقية بنسبة09% أجابت بعدم الدراية. الشكل رقم (08-08)

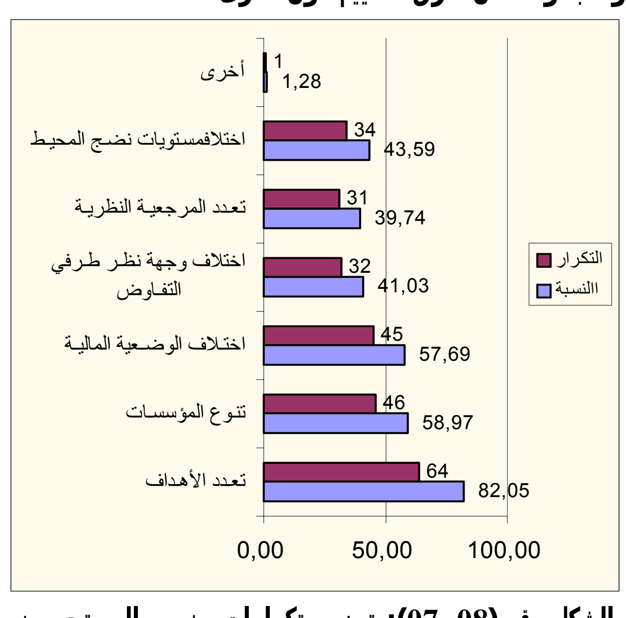
وبخصوص المحددات التي ترشح وتجعل من طريقة أو مجموعة من الطرق ملائمة لتقييم المؤسسة دون أخرى، فكانت درجة أهميتها حسب المستجوبين مبينة في الجدول رقم (08-03).



الشكل رقم (08-08): رأي المستجوبين حول مدى تأثير مجموعة من المحددات على ملاءمة طريقة أو مجموعة من طرق التقييم دون أخرى



الشكل رقم (08-06): نسبة المستجوبين حول مدى تبرير تعدد مناظير وطرق تقييم المؤسسات



الشكل رقم (08-07): توزيع تكرارات ونسب المستجوبين حول مبررات تعدد مناظير وطرق تقييم المؤسسات

الجدول رقم (08-03): درجة أهمية العناصر المحددة في اختيار طريقة أو طرق التقييم المناسبة

المحددات	درجة الأهمية									
	هام جدا		هام		متوسط الأهمية		ضعيف الأهمية		عديم الأهمية	
	ت	%	ت	%	ت	%	ت	%	ت	%
1- طبيعة وضوح الهدف والدوافع من وراء عملية التقييم	**41**	52.56	23	29.49	4	5.13	0	0	0	0
2- طبيعة حجم المؤسسة	29	37.18	26	33.33	08	10.26	04	05.13	01	01.88
3- طبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة	33	42.31	22	28.21	06	07.69	04	05.13	03	03.85
4- الوضعية المالية للمؤسسة	42	53.85	21	26.92	02	02.56	01	01.28	02	02.56
5- تكاليف الطريقة المستعملة في التقييم	14	17.95	12	15.38	28	35.90	12	15.38	02	02.56
6- وضعية المحيط والنظام الاقتصاديين للبلاد	30	38.46	12	15.38	18	23.08	05	06.41	03	03.85

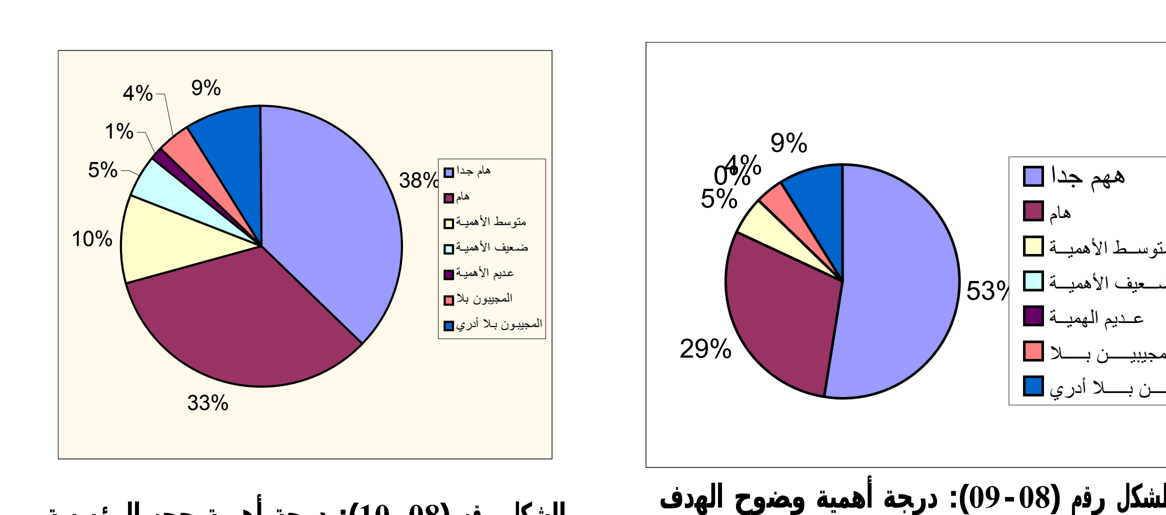
ما يلاحظ من الجدول أن أغلبية إجابات المستجوبين تركزت حول المحددات بشكل عام بين درجة هام وهام جدا وفي أسوء الأحوال ذهبت إجاباتهم إلى درجة متوسط الأهمية. وفي ما سيأتي سنعرض ونحلل درجة أهمية كل محدد على حدة:

أ- طبيعة وضوح الهدف والدافع من وراء عملية التقييم:

بالنسبة لهذا المحدد نرى أن غالبية المستجوبين أقروا أهميته، حيث أن ما نسبته 52.56% ترى بأنه هام جدا، وأن 29.49% من المستجوبين صوتوا بهام، أما ما نسبته 5.13% فترى بأنه متوسط الأهمية. الشكل رقم (08-09). وعليه، نرى بأن هذا العنصر المرتبط بتحديد الدافع والهدف من عملية التقييم (خوصصة، اندماج،...) يعتبر محددا أساسيا في اختيار الطريقة أو مجموعة الطرق المناسبة لعملية التقييم حسب المستجوبين، إذ بلغت نسبة المستجوبين حول أهميته 82.05% (هام جدا + هام)، والتي تمثل نسبة جد معتبرة.

ب- طبيعة حجم المؤسسة

جاءت آراء المستجوبين حول درجة أهمية هذا المحدد كما يلي؛ بالنسبة لهام جدا 37.18%، هام 33.33%، متوسط الأهمية 10.26%، ضعيف الأهمية 05.13%، وأخيرا عديم الأهمية بنسبة 01.88%. الشكل رقم (08-10). انطلاقا من ما سبق نستنتج أن هذا المحدد لا يقل أهمية عن سابقه، نظرا لحصوله على نسبة معتبرة حول أهميته كمحدد لاختيار الطريقة أو الطرق الأنسب في التقييم حسب المستجوبين، إذ بلغت نسبة الإجابة حول أهميته70.51 %من مجموع المستجوبين.

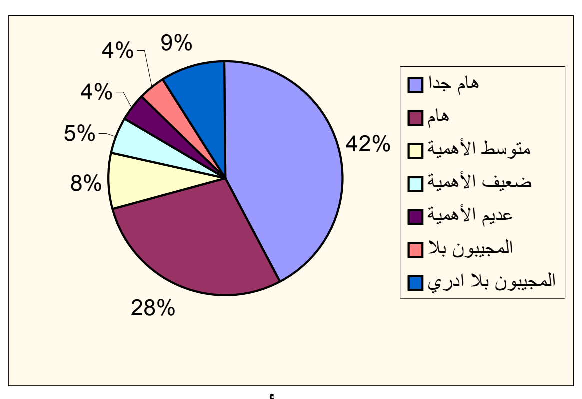


الشكل رقم (08-09): درجة أهمية وضوح الهدف والدافع من عملية التقييم

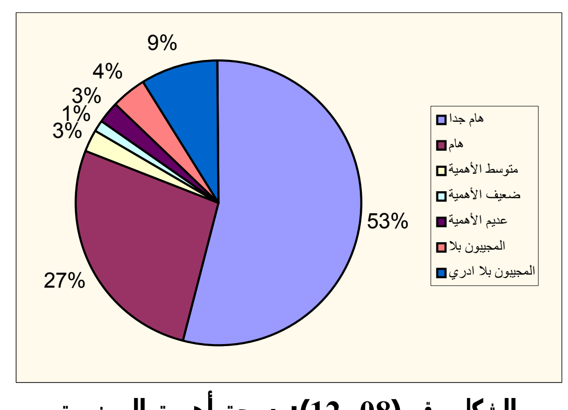
الشكل رقم (08-10): درجة أهمية حجم المؤسسة

ج- طبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة:

جاءت آراء المستجوبين حول درجة أهمية هذا المحدد كما يلي؛ بالنسبة لهام جدا 42.31%، هام 28.21%، متوسط الأهمية 07.69%، ضعيف الأهمية 05.13%، وفي الأخير عديم الأهمية 02.56%. الشكل رقم (08-11). ما يلاحظ أن ما نسبته 70.52% من مجموع المستجوبين تركز رأيهم حول أهمية هذا العنصر كمحدد لاختيار الطرق المناسبة في التقييم، إذ تمثل هذه النسبة حجما معتبرا من المستجوبين، الأمر الذي يجعل هذا المحدد يضاف للمحددين السابقين في اختيار طرق التقييم.



الشكل رقم (08-11): درجة أهمية القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة



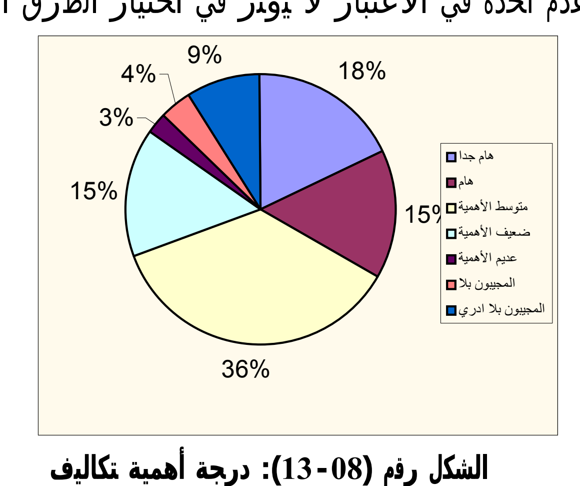
الشكل رقم (08-12): درجة أهمية الوضعية المالية للمؤسسة

د- الوضعية المالية للمؤسسة:

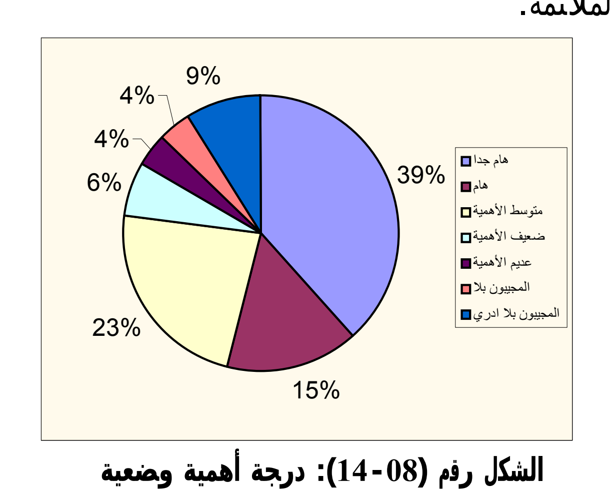
توزعت إجابات المستقصين حول درجة أهمية هذا العنصر كمحدد لاختيار طرق تقييم المؤسسات الأنسب على النحو التالي؛ بالنسبة لمهم جدا 53.85%، مهم 26.92%، متوسط الأهمية 02.56%، ضعيف الأهمية 01.28%، وفي الأخير عديم الأهمية بنسبة 02.56%. الشكل رقم (08-12). لقد أقر ما نسبته 80.77% من مجموع المستجوبين على أهمية هذا العنصر كمحدد لاختيار الطريقة أو الطرق المناسبة لتقييم المؤسسة، إذ تعد هذه النسبة جد معتبرة و تضع هذا العنصر ضمن المحددات في اختيار طرق التقييم باعتباره حظي بإجماع من طرف المستجوبين.

هـ- تكاليف الطريقة المستعملة

كانت إجابات المستقصين حول هذا العنصر كما يلي؛ بالنسبة لهام جدا 17.95%، هام 15.38%، متوسط الأهمية 35.90%، ضعيف الأهمية 15.38%، وفي الأخير عديم الأهمية بنسبة 02.56%. الشكل رقم (08-13). نلاحظ أن هذا العنصر لم يحظ إلا بنسبة 33.33 % ، أي الثلث من مجموع المستجوبين كعنصر ذي أهمية، والتي تعتبر في رأينا نسبة أقل من المقبولة، وبالمقابل نرى أنه حظي بنسبة 35.90 % من مجموع المستجوبين كعنصر ذو درجة متوسط الأهمية، وهي نسبة تقلل من أهمية هذا العنصر، خاصة مع إضافة نسبة المستجوبين الذين أقروا بضعف أهميته، والتي تمثل 15.38% و من تعتبروه عديم الأهمية بنسبة 02.56%. ومنه نستنتج أن هذا العنصر لا يتمتع بأهمية معتبرة تجعله محددا لاختيار طرق التقييم، ويمكن اعتباره محددا ثانويا، إذ أن عدم أخذه في الاعتبار لا يؤثر في اختيار الطرق الملائمة.



الشكل رقم (08-13): درجة أهمية تكاليف الطريقة المستعملة



الشكل رقم (08-14): درجة أهمية وضعية المحيط والنظام الاقتصاديين للبلاد

و- وضعية المحيط والنظام الاقتصاديين للبلاد:

توزعت إجابات المستجوبين حول درجة أهمية هذا العنصر كما يلي؛ فبالنسبة لهام جدا 38.46%، هام 15.38%، متوسط الأهمية 23.08%، ضعيف الأهمية 06.41% وأخيرا عديم الأهمية بنسبة 03.85%. الشكل رقم (08-14). ما يلاحظ على النتائج السابقة، هو أن نسبة المستجوبين المؤيدين لأهمية هذا العنصر كمحدد لاختيار الطريقة أو طرق التقييم المناسبة بلغت 53.84%، فهذه النسبة تعتبر مقبولة إذ تمثل نصف المستجوبين، ومنه يمكن اعتبار هذا العنصر ضمن المحددات الأساسية في اختيار الطريقة أو طرق التقييم المناسبة، خاصة إذا علمنا أن ما نسبته 23.08% من المستجوبين اعتبرته متوسط الأهمية. انطلاقا من ذلك، يعتبر هذا العنصر من المحددات الأساسية لكن بدرجة أقل من المحددات الأربعة الأولى.

وانطلاقا من النتائج السابقة يمكن ترتيب درجة أهمية العناصر السابقة الذكر كمحددات لاختيار الطريقة أو طرق التقييم المناسبة حسب ما يراه المستجوبون كما يلي:

- المحددات الأساسية:

1- طبيعة وضوح الهدف والدوافع من وراء عملية التقييم بنسبة 82.05% (52.56% هام جدا، 29.49% هام)؛
2- الوضعية المالية للمؤسسة بنسبة 80.77% (53.85% هام جدا، 26.92%)؛
3- طبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة بنسبة 70.52% (42.31% هام جدا، 28.21% هام)؛
4- طبيعة حجم المؤسسة بنسبة 70.51% (37.18% هام جدا، 33.33%)؛
5- وضعية المحيط والنظام الاقتصاديين للبلاد بنسبة 53.84% (38.46% هام جدا، 15.38% هام)؛

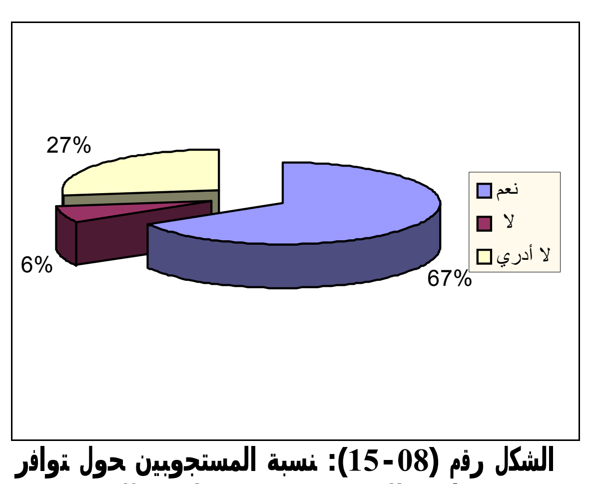
- محددات ثانوية:

6- تكاليف الطريقة المستعملة في التقييم بنسبة 33.33% (17.95% هام جدا، 15.38% هام).

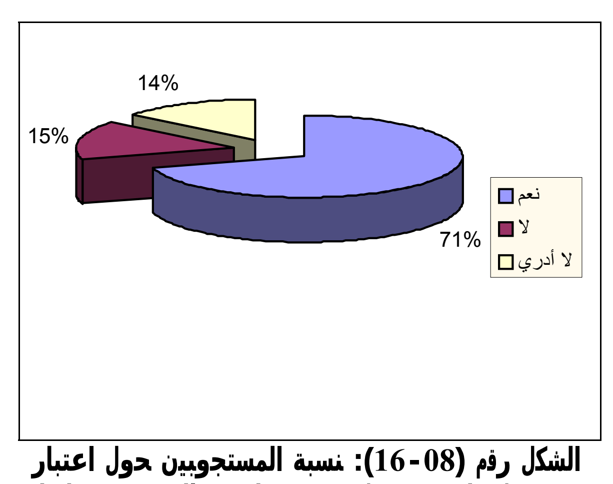
ثالثا: ويتعلق الأمر بالسؤال التاسع (09) الذي يحاول معرفة الموافقة من عدمها على أن للمؤسسة قيمة واحدة تتحدد باستعمال طريقة تقييم واحدة (أو تتحدد عن طريق إيجاد مجال للقيم بطرق معينة يتضمن تلك القيمة) وذلك بعد تحديد الهدف (الدافع) بدقة ،الوقوف على وضعية المؤسسة ومعرفة وضعية طالب التقييم (بائع أو مشتر). في هذا الإطار أجاب ما نسبته 67% بالموافقة على ذلك (نعم)، أما مانسبته 06 % فلم يوافقوا على ذلك (لا)، والبقية والتي تمثل نسبة 27% قد أجابت بعدم الدراية. الشكل رقم (08-15). وعليه، نستنتج أن فكرة وجود قيمة واحدة للمؤسسة تتحدد ضمن مجال قيم أو وفق طريقة واحدة في ظل المعرفة الجيدة بالمحددات لم تحظى بأغلبية ساحقة من طرف المستجوبين، ومع ذلك فنسبة 67 % من مجموع المستجوبين تبقى نسبة مقبولة، ومن ثم يمكن القول أن هناك تأييد لوجود قيمة واحدة للمؤسسة في ظل محددات معينة مضبوطة.

رابعا: ويتعلق الأمر بالسؤال العاشر (10) الذي يبحث في رأي المستجوبين حول الموافقة من عدمها فيما إذا كان استعمال متوسط نتائج عدة طرق تقييم للمؤسسة في نفس الوقت لا يعتبر قياسا دقيقا، ومن ثم يظهر عدم المقدرة على ضبط محددات عملية التقييم بشكل دقيق. وجاءت نتائج المستجوبين حول هذا السؤال كما يلي؛ بالنسبة للموافقين على ذلك (نعم) 71%، بينما من أجابوا بعدم الموافقة على ذلك (لا) كانت نسبتهم 15%، والبقية هم عبارة عن الذين أجابوا بعدم الدراية، إذ كانت

نسبتهم 14%. الشكل رقم (08-16). يبدو أن نسبة 71 % نسبة مقبولة جدا، إذ تمثل أكثر من ثلثي المستجوبين، مما يجعل فكرة حساب متوسط مجموعة من نتائج طرق مختلفة للتقييم لنفس المؤسسة في نفس الوقت غير مقبولة من طرف غالبية المستجوبين، وهي بذلك تمثل عدم التدقيق والضبط في محددات عملية التقييم.



الشكل رقم (08-15): نسبة المستجوبين حول توافر قيمة واحدة للمؤسسة من عدمها في ظل معرفة المحددات



الشكل رقم (08-16): نسبة المستجوبين حول اعتبار متوسط نتائج عدة طرق تقييم لنفس المؤسسة قياسا دقيقا من عدمه

وعموما، من خلال نتائج إجابات الأسئلة رقم 08، 09 و 10، نستنتج أنه في أي عملية لتقييم المؤسسات توجد مجموعة من العناصر ينبغي البحث والتدقيق فيها باعتبارها تمثل محددات العملية، إذ أن الإحاطة الجيدة بها تسمح بجعل طريقة تقييم أو مجموعة من الطرق مناسبة لمؤسسة معينة في ظرف وزمان معينين دون طرق أخرى. وذلك باعتبار أن للمؤسسة قيمة واحدة تتحدد باستعمال طريقة واحدة أو يمكن الحصول عليها ضمن مجال القيم الذي ينتج من استعمال طرق معينة، وعليه فعملية حساب متوسط نتائج عدة طرق تقييم لنفس المؤسسة لا يعتبر قياسا دقيقا لقيمة المؤسسة، ويظهر في نفس الوقت عدم القدرة أو صعوبة ضبط محددات عملية التقييم بشكل الدقيق، والمشار إليها في تحليل السؤال رقم 08.

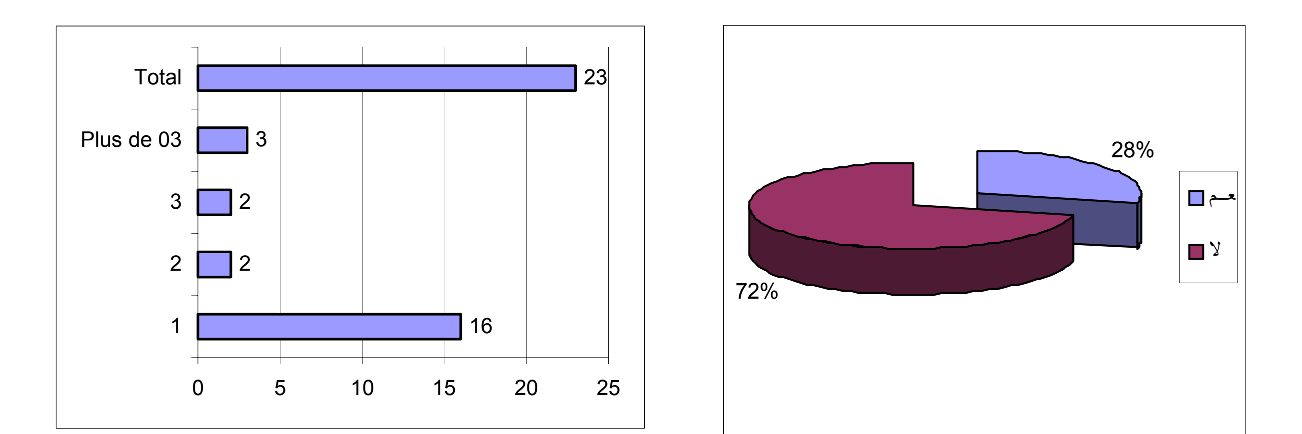
إن هذه النتيجة تتوافق مع إحدى الفرضيات التي تقوم عليها هذه الدراسة والمتمثلة في " تتحدد قيمة المؤسسة بناء على مجموعة من المحددات تجعل من طريقة أو طرق معينة صالحة لها دون أخرى"، إذ نجد أنه في السؤال رقم 08 لاحظنا أن هناك مجموعة من المحددات تتباين درجة أهميتها تسمح بالوقوف على الطريقة أو مجموعة طرق التقييم المناسبة، ومن ثم إلغاء جميع الطرق غير المناسبة، لنصل بعد ذلك في السؤال رقم 09، بأن للمؤسسة قيمة واحدة تتحدد بطريقة واحدة، أو في أغلب الأحوال ضمن مجال قيم باستعمال طرق التقييم المناسبة فقط ، ليأتي السؤال رقم 10 ليؤكد أن استعمال متوسط نتائج عدة طرق هو عملية غير دقيقة في إيجاد قيمة المؤسسة، وهو إجراء ينم عن عدم المقدرة في ضبط محددات التقييم. وتأسيسا على ذلك، يمكن الاحتفاظ بهذه الفرضية وقبولها.

2-3: واقع ممارسة تقييم المؤسسات في الجزائر

يحاول هذا الجزء من الدراسة الوقوف على واقع تقييم المؤسسات في الجزائر من خلال استطلاع آراء أفراد العينة الممارسين الفعليين والمحتملين وبشكل عام المهتميين والمراقبين لما يحدث في مجال تقييم المؤسسات في الجزائر. ويحتوي هذا الجزء على مجموعة الأسئلة الممتدة من السؤال الحادي عشر (11) إلى غاية السؤال العشرين (20). ولقد جاءت إجابات المستجوبين على الأسئلة كما يلي:

أولا: بالنسبة للسؤال الحادي عشر (11)، والمتعلق باستفسار المستجوب عن مشاركته في تقييم المؤسسات، نجد أن ما نسبته 28 % من مجموع المستجوبين قاموا بعمليات تقييم للمؤسسات، إذ يبلغ عددهم ثلاثة وعشرون (23) فردا، بينما تمثل نسبة من لم يقوموا بعمليات تقييم للمؤسسات 72%. الشكل رقم (08-17). ونرى أن نسبة من قاموا بعمليات التقييم بسيطة بالمقارنة بمن لم يقوموا بها، إذ تعتبر منطقية في نظرنا باعتبار أن عددا كبيرا من المستجوبين هم من أساتذة الجامعات بنسبة 47.44% (الشكل رقم (08-03))، بالإضافة لحداثة خبرة المستجوبين سواء المهنيون أو الأكاديميون (الشكل رقم (08-04))، كل هذه المعطيات تجعل من هذه النسبة منطقية للعينة محل البحث.

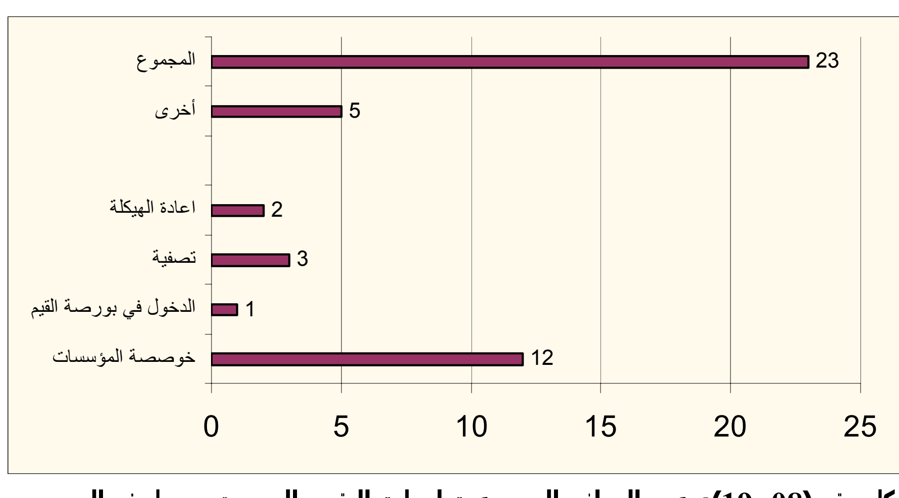
وعن عدد المرات التي شارك فيها المستجوبون في عمليات التقييم، كانت كما يلي؛ الذين شاركوا بمرة واحدة نجد ستة عشر (16) فردا، مرتين نجد فردين (02)، ثلاث مرات نجد فردين (2) أيضا، وفي الأخير الذين شاركوا أكثر من ثلاث مرات، نجد ثلاثة (03) أفراد. الشكل رقم (08-18)



الشكل رقم (08-17): نسبة المشاركين في عمليات تقييم المؤسسات

الشكل رقم (08-18): عدد عمليات تقييم المؤسسات المنجزة من طرف المستجوبين

ثانيا: ويتعلق الأمر بالسؤال الثاني عشر (12) -والمرتبط بالسؤال السابق- والذي يبحث في الدوافع من وراء عمليات التقييم المنجزة من طرف أفراد العينة، حيث كانت الإجابات كما يلي؛ خصخصة المؤسسات 12 مرة، تصفية المؤسسات 03 مرات، لإعادة هيكلة المؤسسات 02 مرة، أخرى 05 ؛ حيث اشتملت على عمليات الاندماج Fusion والتفريع (التفريق) Filialisation ، حسب ما عبر عليه بعض المستجوبين الذين قاموا بعمليات التقييم. الشكل رقم (08-19). ما يلاحظ على هذه الدوافع، أنها مرتبطة بمرحلة الإصلاحات، والتي شهدت عمليات خصخصة واسعة لمؤسسات والعمليات المرتبطة بها ككل وتصفية المؤسسات، الأمر الذي جعلها تمثل النسبة الأكبر في عينة البحث.



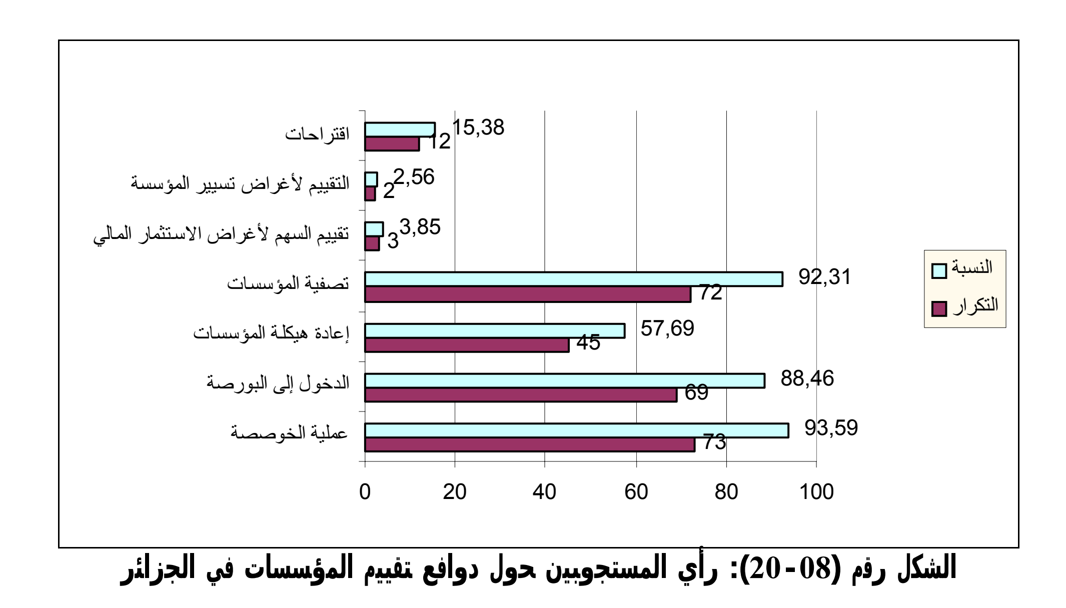
الشكل رقم (08-19): عدد الدوافع المستدعية لعملية التقييم المنجزة من طرف المستجوبين

ثالثا: وفي ما يرتبط باستطلاع رأي المستجوبين بشكل عام سواء من قاموا بعملية التقييم أم لا حول دوافع عملية تقييم المؤسسات في الجزائر، كانت إجاباتهم كما يلي؛ بالنسبة لعملية خوصصة المؤسسات 93.95% ، عمليات دخول المؤسسات للبورصة 88.46%، إعادة هيكلة المؤسسات 57.59%، دوافع أخرى 15.38%، حيث تم ذكر عمليات الشراكة والاندماج والتفريع، تقييم الأسهم لأغراض الاستثمار المالي 3.85% وأخيرا التقييم لأغراض تسيير المؤسسة 2.56%. الشكل رقم (08-20). نجد أن عمليات الخصخصة وعمليات الدخول للبورصة قد حظيت بأغلبية المستجوبين كدوافع لعملية التقييم في الجزائر، وبنسبة أقل عمليات إعادة الهيكلة والتي تتوافق مع إجابات من قام فعلا بعمليات التقييم في الجزائر التي تم الوقوف عليها في السؤال السابق (رقم 12)، إضافة لدوافع أخرى، تمثلت في الاندماج والتفريع حسب بعض المستجوبين.

وما يلاحظ أن هناك نسبة ضئيلة جدا 3.85 % ممثلة في ثلاثة (03) أفراد أجابوا لدافع تقييم الأسهم لأغراض الاستثمار المالي، إضافة لنسبة 2.56% ممثلة في فردين أجابت لدافع التقييم لأغراض تسيير المؤسسة، فنظرا لضآلة المستجوبين حول هذين الدافعين فلا يتم أخذهما في الحسبان كدوافع لعمليات التقييم في الجزائر، وربما ذهاب البعض لإدراج دافع الاستثمار المالي قد يكون مبررا باعتبار أن هناك بورصة قيم، أما إدراج دافع أغراض التسيير للمؤسسة فهو في نظرنا غير مبرر، وقد يكون محل خطأ من طرف من أجاب عليه.

وانطلاقا من السؤال رقم 12 الذي يقف فعلا على عمليات تقييم منجزة، معززا بالسؤال رقم 13 الذي يستطلع آراء جميع مفردات العينة حول دوافع التقييم في الجزائر، نخلص إلى الدوافع التالية:

- خصخصة المؤسسات؛
- دخول المؤسسات للبورصة؛
- إعادة هيكلة المؤسسات؛
- الشراكة؛
- الاندماج والتفريع.

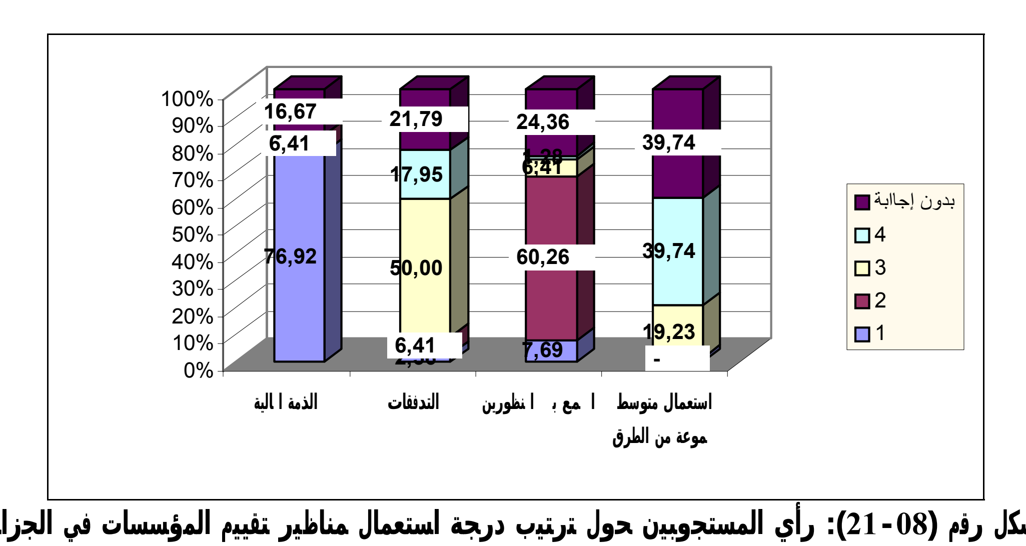


الشكل رقم (08-20): رأي المستجوبين حول دوافع تقييم المؤسسات في الجزائر

رابعا: يحاول السؤال الرابع عشر (14) معرفة رأي المستجوبين حول درجة استعمال مناظير تقييم المؤسسات المعروفة في الجزائر من خلال ترتيبها. وقد أسفرت نتائج آراء المستجوبين على ما يلي؛ حصلت الطرق المرتكزة على منظور الذمة المالية على الرتبة الأولى في استعمالها في الجزائر بواقع 76.92%، بينما جاءت الطرق المرتكزة على الجمع بين المنظورين Goodwill في الرتبة الثانية بواقع 60.26% ، أما الرتبة الثالثة فكانت من نصيب الطرق المرتكزة على التدفقات بنسبة 50% وأخيرا كانت الرتبة الرابعة لفائدة استعمال مجموعة من الطرق ذات مناظير مختلفة وحساب المتوسط لنتائجها بنسبة 39.74%. الشكل رقم (08-21). وللملاحظة، فإن الطرق التي تم ذكرها من طرف بعض المستجوبين في خانة الطرق الأخرى، وجدت بأنها لا تخرج عن التصنيف المتبع في تقسيمها إلى المناظير المذكورة في قائمة الاستبيان. ولتفصيل أكثر حول نتائج أراء المستجوبين أنظر الجدول رقم (08-04)

الجدول رقم (08-04): رأي المستجوبين حول درجة استعمال مناظير تقييم المؤسسات في الجزائر

مناظير التقييم	الرتبة الأولى		الرتبة الثانية		الرتبة الثالثة		الرتبة الرابعة		الممتنعون		المجموع	
	ت	%	ت	%	ت	%	ت	%	ت	%	ت	%
الطرق المرتكزة على الذمة المالية	60	76.92	05	6.41	0	-	0	-	13	16.67	78	100
الطرق المرتكزة على المنظورين Goodwill	06	7.69	47	60.26	05	6.41	01	1.28	19	24.36	78	100
الطرق المرتكزة على منظور التدفقات	02	2.65	06	6.41	39	50	14	17.95	17	21.79	78	100
استعمال متوسط لنتائج مجموعة من الطرق	01	1.28	0	-	15	19.23	31	39.74	31	39.74	78	100

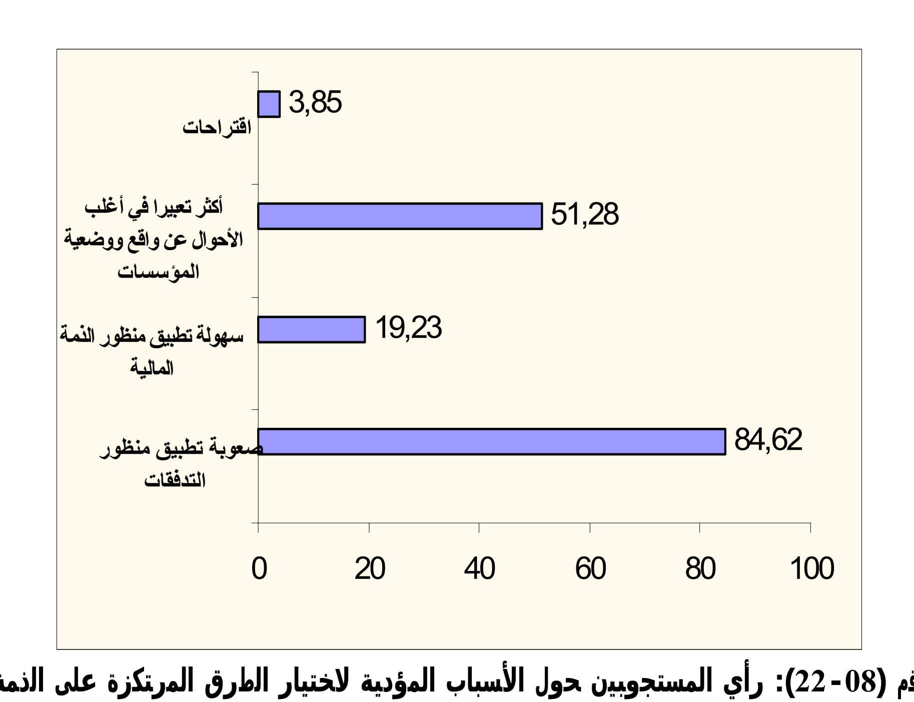


الشكل رقم (08-21): رأي المستجوبين حول ترتيب درجة استعمال مناظير تقييم المؤسسات في الجزائر

من خلال أراء المستجوبين حول الطرق المستعملة في الجزائر، نرى بأن أغلبهم أقروا استعمال الطرق المرتكزة على منظور الذمة المالية في الرتبة الأولى ثم الطرق المرتكزة على ازدواجية المنظورين، والتي تعتبر طرقا أقرب لمنظور الذمة المالية، ثم في الأخير نرى بأنهم رتبوا الطرق المعتمدة على منظور التدفقات في الرتبة الثالثة، قبل استعمال متوسط مجموعة من الطرق.

خامسا: يحاول السؤال الخامس عشر (15) استطلاع رأي المستجوبين حول الأسباب المؤدية لاختيار الطرق المرتكزة على الذمة المالية. وقد جاءت نتائج الاستبيان حول ذلك كما يلي؛ عزى 84.62% من مجموع المستجوبين ذلك لصعوبة تطبيق الطرق المعتمدة على منظور التدفقات، أما عن أن الطرق المرتكزة على الذمة المالية هي الأكثر تعبيرا عن واقع ووضعية المؤسسات في الجزائر، فقد حصلت على ما نسبته 51.28 % كسبب لذلك، كما عزا ما نسبته 19.23 % من مجموع المستجوبين السبب في ذلك لسهولة تطبيق منظور الذمة المالية، أما ما نسبته 3.85 % فقد قدمت أسبابا أخرى. الشكل رقم (08-22).

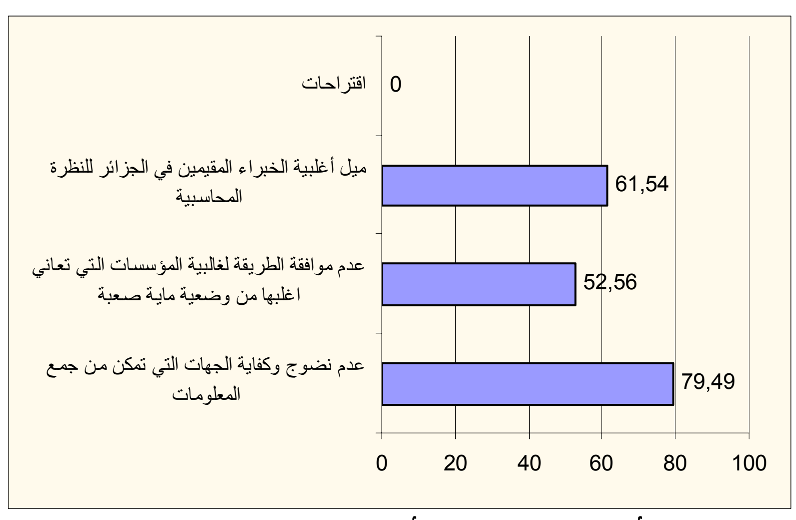
ما يلاحظ، هو أن السبب الأكثر قبولا لاختيار الطرق المرتكزة على الذمة المالية في الجزائر حسب المستجوبين هو صعوبة تطبيق منظور التدفقات في الجزائر، بالإضافة إلى السبب المتمثل في أن الطرق المرتكزة على الذمة المالية تعبر عن حقيقة وضعية المؤسسات، لكن بدرجة أقل، حيث أن نصف المستجوبين فقط رأى ذلك، بينما نجد أن فكرة سهولة تطبيق الذمة المالية لا تعتبر سببا رئيسيا، وهذا ما جعلها تحظى بنسبة ضئيلة، وغير مقبولة في نظرنا.



الشكل رقم (08-22): رأي المستجوبين حول الأسباب المؤدية لاختيار الطرق المرتكزة على الذمة المالية

سادسا: يبحث السؤال السادس عشر (16) في الأسباب التي تقف وراء صعوبة تطبيق الطرق المرتكزة على منظور التدفقات في الجزائر من خلال استطلاع رأي أفراد العينة الذين أقروا في السؤال السابق (رقم 15) على صعوبة تطبيق منظور التدفقات. وقد أرجع ما نسبته 79.49% من مجموع المستجوبين "لعدم نضوج وكفاية الجهات التي تمكن من جمع معلوماته كالنظام المصرفي والسوق المالي، في حين نجد أن 61.54% من المستجوبين أرجعوا سبب ذلك إلى" ميل أغلبية الخبراء المقيمين في الجزائر للنظرة المحاسبية، باعتبارهم خبراء محاسبين ومحاسبين معتمدين"، بينما عزت ما نسبته 52.56% من مجموع المستجوبين ذلك "لعدم موافقة المنظور (التدفقات) لغالبية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي تعاني من وضعية مالية صعبة (تحقيق خسائر)"، أما فيما يرتبط بأسباب أخرى، لم يورد أفراد العينة أي سبب آخر. الشكل رقم (08-23).

نلاحظ أن سببي صعوبة تطبيق الطرق المنتمية لمنظور التدفقات الأكثر قبولا من طرف أفراد العينة هما "عدم نضوج وكفاية الجهات التي تمكن من جمع المعلومات المرتبطة به" الذي حاز على أغلبية كبيرة و"ميل أغلبية الخبراء المقيمين في الجزائر للنظرة المحاسبية، باعتبارهم خبراء محاسبين ومحاسبين معتمدين"، بينما السبب الثالث والمتمثل في "عدم موافقة الطريقة لغالبية المؤسسات التي تعاني من وضعية مالية صعبة" فلم يحظ بإجماع كبير بين المستجوبين، حيث بلغت النسبة أكثر من النصف بقليل، إلا أنه يمكن اعتباره سببا ثانويا.



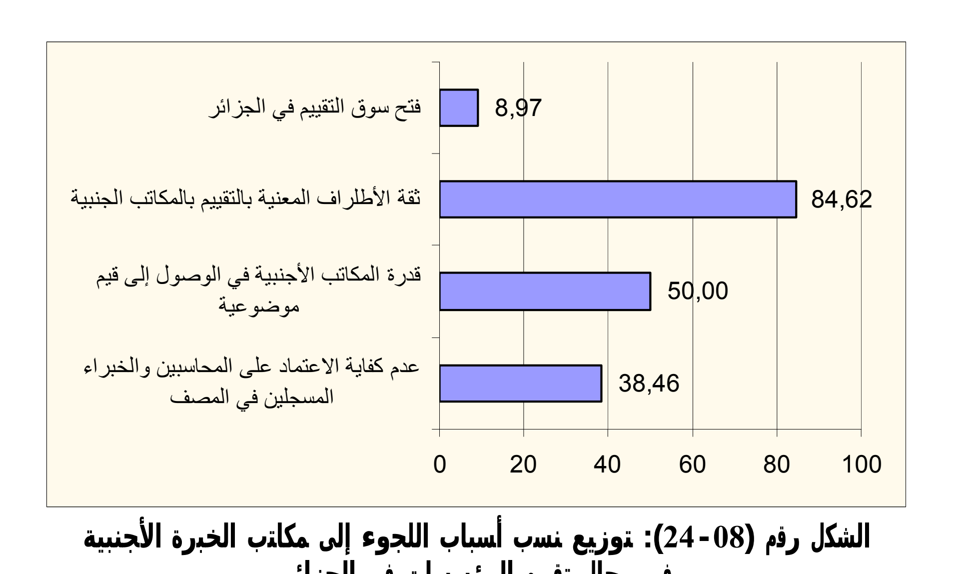
الشكل رقم (08-23): رأي المستجوبين حول أسباب صعوبة تطبيق منظور التدفقات في الجزائر

ترتبط نتائج تحليل الإجابات المرتبطة بالسؤال الخامس عشر (15) والسادس عشر (16)، بشكل مباشر مع الفرضية الثالثة لهذه الدراسة والتي مؤداها هو "لم يتم الاعتماد على طرق التقييم المرتكزة على منظور التدفقات في الجزائر بشكل كبير، بالنظر لـ :

1. أن وضعية أغلبية المؤسسات الجزائرية غير موافقة لها.
2. عدم نضوج وكفاية الجهات التي تمكن من جمع المعلومات المرتبطة بها كالنظام المصرفي والسوق المالي.
3. ميل أغلبية الخبراء المقيمين في الجزائر إلى النظرة المحاسبية على حساب النظرة المالية."

فبعد تحليل إجابات أفراد العينة حول السؤال الخامس عشر تبين بنسبة كبيرة إقرار صعوبة تطبيق الطرق المرتكزة على منظور التدفقات في الجزائر، الأمر الذي جعلها لتكون سببا دفع لتطبيق الطرق المرتكزة على منظور الذمة المالية، وعليه يتحقق جزء من الفرضية والمتمثل في عدم الاعتماد الكبير على الطرق المرتكزة على التدفقات في الجزائر، أما عن الأسباب المؤدية لذلك، فنجدها في تحليل إجابات السؤال السادس عشر، حيث نجد أن سبب "عدم نضوج وكفاية الجهات التي تمكن من جمع المعلومات المرتبطة بها كالنظام المصرفي والسوق المالي" و سبب "ميل أغلبية الخبراء المقيمين في الجزائر للنظرة المحاسبية على حساب النظرة المالية" قد حظيا بإجماع مقبول، الأمر الذي يجعلنا نقبلهما ضمن هذه الفرضية، أما بالنسبة للسبب الثالث والمتمثل في " أن وضعية أغلبية المؤسسات الجزائرية غير موافقة لها"، فيتم استبعاده وبالتالي يتم رفضه من الفرضية بسبب عدم حصوله على نسبة مقبولة.

سابعا: يحاول السؤال السابع عشر (17) استقصاء آراء أفراد العينة حول الأسباب التي دفعت لجلب مكاتب خبرة أجنبية في مجال تقييم المؤسسات في الجزائر، وقد كانت آراء المستجوبين مبينة في الجدول رقم (08-05) والشكل رقم (08-24).



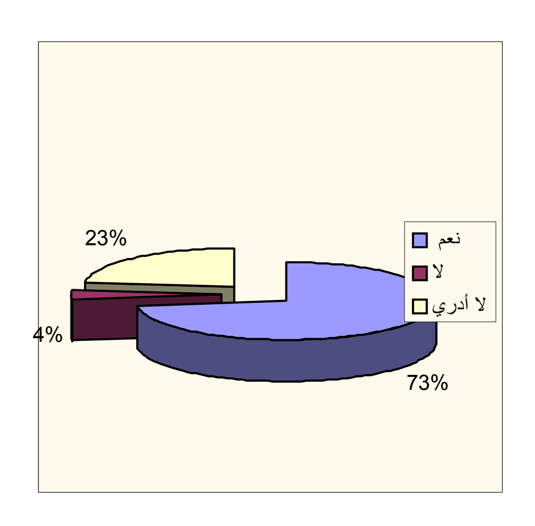
الشكل رقم (08-24): توزيع نسب أسباب اللجوء إلى مكاتب الخبرة الأجنبية في مجال تقييم المؤسسات في الجزائر

الجدول رقم (08-05): أسباب ودواعي اللجوء إلى مكاتب الخبرة الأجنبية في مجال تقييم المؤسسات في الجزائر

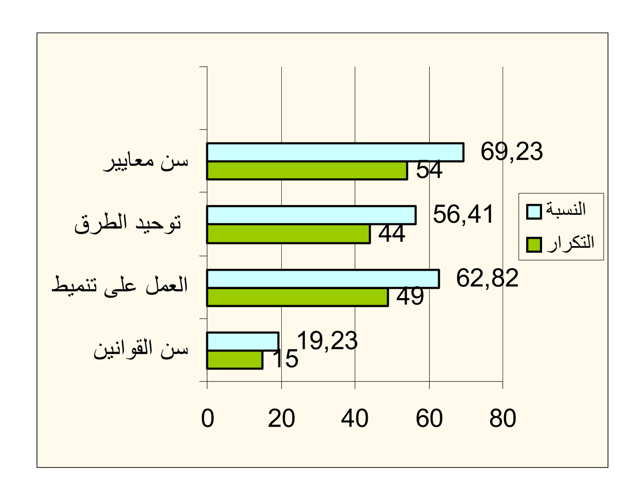
الأسباب	التكرار	النسبة %
عدم كفاية الاعتماد على المحاسبين والخبراء المحاسبين المسجلين في المصف الوطني أو حتى من خارجه	30	38.46
قدرة المكاتب الأجنبية في الوصول إلى قيم موضوعية للمؤسسات محل التقييم	39	50
ثقة الأطراف المهتمة بعملية التقييم بتلك المكاتب الأجنبية	66	84.62
فتح سوق التقييم في الجزائر، وتوفر شروط المناقصة فيها	07	08.97
أسباب أخرى	0	-

من خلال الجدول نلاحظ أن السبب الأكثر قبولا وإجماعا من طرف المستجوبين يتمثل في "ثقة الأطراف المهتمة بعملية التقييم بتلك المكاتب الأجنبية" ثم نرى أن سببا آخر يعتبر مقبولا، إذ حصل على نسبة نصف المستجوبين والمتمثل في "قدرة المكاتب الأجنبية في الوصول إلى قيم موضوعية للمؤسسات محل التقييم"، إذ أن هذا السبب نجده مكملا للسبب الأول، بينما نعتبر سبب "عدم كفاية الاعتماد على المحاسبين المسجلين في المصف الوطني " سببا ثانويا، نظرا لحصوله على نسبة أقل من الثلث، وربما جاءت النسبة متدنية عند هذا الحد لتحيز أفراد العينة وتعمدهم عدم الإجابة عليها باعتبارهم محاسبين فعليين أو محتملين، ومن ثم فالعملية تمس عملهم المهني. بينما نستبعد السبب المتمثل في "فتح سوق التقييم في الجزائر، وتوفر شروط المناقصة فيها" بسبب حصوله على نسبة ضئيلة جدا.

ثامنا: يحاول السؤال الثامن عشر (18) معرفة رأي أفراد العينة في أن إنشاء هيئة مهنية تعمل على تنظيم عمل الخبراء المقيمين بشكل منفصل على الهيئات الأخرى (كالمصف الوطني للخبراء المحاسبين) ستكون من بين الإجراءات التي تحسن من نتائج عملية التقييم في الجزائر، ففي هذا الشأن، نجد 73% من مجموع المستجوبين يوافقون على إنشاء هذه الهيئة (نعم)، بينما نجد أن ما نسبته 04% لا يوافقون على إنشائها (لا)، أما البقية والمقدرة بـ 23% فعبرت بعدم الدراية. الشكل رقم (08-25).



الشكل رقم (08-25): رأي المستجوبين حول الموافقة على إنشاء هيئة مهنية للخبراء المقيمين



الشكل رقم (08-26): رأي المستجوبين حول المهام المطلوبة من طرف الهيئة المنظمة لعمل الخبراء المقيمين

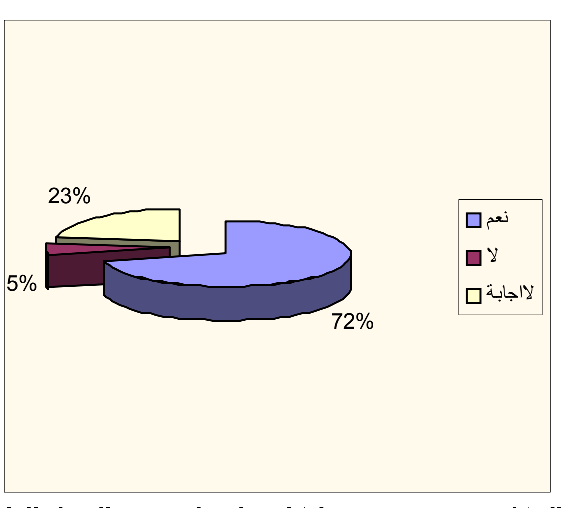
وبالنسبة للمهام التي ينبغي أن تضطلع بها هذه الهيئة، فقد تباينت بين المستجوبين، بحيث كانت نتائج الإجابات مبينة في الجدول رقم (08-06) والشكل رقم (08-26).

الجدول رقم (08-06): المهام الموكلة للهيئة التي تنظم عمل الخبراء المقيمين

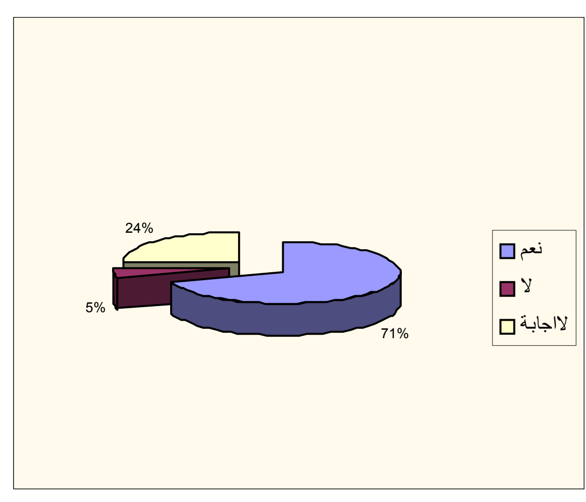
المهـــــــــــــــــــام	التكرار	النسبة %
سن القوانين المرتبطة بأخلاقيات المهنة	15	19.23
العمل على تنميط تقارير الخبراء بجعلها موحدة	49	62.82
سن معايير لتقييم المؤسسات والعناصر المكونة لها (الأصول والأسهم)	54	69.23
العمل على توحيد استعمال طرق التقييم في الظروف المماثلة لتقريب نتائج التقييم	44	56.41
مهام أخرى	0	-

ما يلاحظ من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه، حول المهام المنوطة بهذه الهيئة حسب رأي أفراد العينة، هو أن كل من مهمة "سن معايير لتقييم المؤسسات والعناصر المكونة لها" و مهمة "العمل على تنميط تقارير الخبراء بجعلها موحدة"، بالإضافة لمهمة "العمل على توحيد استعمال طرق التقييم في الظروف المماثلة لتقريب نتائج التقييم" قد حظيت بإجماع مقبول من طرف المستجوبين، حيث كانت كل النتائج أكبر من نصف إجابات أفراد العينة. بينما نلاحظ أن مهمة "سن القوانين المرتبطة بأخلاقيات المهنة" حصلت على نسبة ضئيلة جدا بالمقارنة بسابقاتها، مما يجعلها في أكثر تقدير مهمة ثانوية، وفي اعتقادنا، يرجع عدم قبول أفراد العينة بشكل واسع لهذه المهمة، لكون أن أغلبية المستجوبين خاصة منهم المهنيين هم من المحاسبين المسجلين في المصف الوطني الذي يجمع ممتهني المحاسبة، يضاف لهم الأفراد المحتملين لمزاولة نشاط المحاسبة من فئة الأكاديميين، إذ يرون بأن هذه المهمة مكفولة من الأساس من طرف المصف الوطني، وبالتالي فلا داعي لتكرارها في تنظيم آخر سيجمع تقريبا نفس الفئة المسجلة في المصف. وبناء على ذلك، يمكن عدم اعتماد هذه المهمة من طرف الهيئة المقترح إنشاؤها، ويبقى لها الاضطلاع بالمهام الثلاث الأخرى.

تاسعا: وعن السؤال التاسع العشر (19)، أجاب ما نسبته 72% بأن هذه الهيئة ستضفي صفة القبول العام على الآراء الفنية التي تتمثل في القيمة (أو مجال القيم) الذي يصدر عن الخبراء، بينما أجاب ما نسبته 05% من مجموع المستجوبين بنفي ذلك، واكتفى 23% بعدم الدراية. الشكل رقم (08-27).

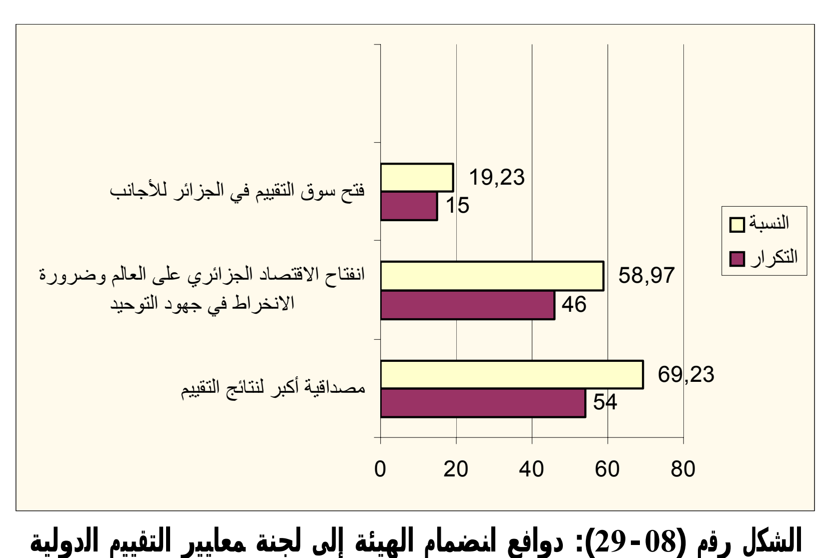


الشكل رقم (08-27): إمكانية إضفاء صفة القبول العام على الآراء الفنية التي يصدرها الخبراء المقيمون عن طريق الهيئة



الشكل رقم (08-28): رأي المستجوبين في انضمام الهيئة إلى لجنة معايير التقييم الدولية IVSC

عاشرا: فيما يتعلق بالسؤال العشرين (20)، فقد وافق ما نسبته 71% من مجموع المستجوبين على انضمام هذه الهيئة إلى لجنة معايير التقييم الدولية IVSC في مرحلة متقدمة من إنشائها، بينما لم يوافق على ذلك ما نسبته 05% من مجموع المستجوبين، أما 24% من المستجوبين فعبرت بعدم الدراية. الشكل رقم (08-28).



الشكل رقم (08-29): دوافع انضمام الهيئة إلى لجنة معايير التقييم الدولية

أما فيما يرتبط بدوافع المطالبة بضم هذه الهيئة إلى لجنة معايير التقييم الدولية، فقد جاءت نتائج إجابات أفراد العينة كما هي مبينة في الجدول رقم (08-07) والشكل رقم (08-29).

الجدول رقم (08-07): دوافع انضمام الهيئة إلى لجنة معايير التقييم الدولية

الدوافـــع	التكرار	النسبة %
إعطاء مصداقية أكبر لنتائج عملية التقييم، وتعزيز صفة القبول العام	54	69.23
انفتاح الاقتصاد الجزائري على العالم، وضرورة الانخراط في الجهات الداعمة لجهود التوحيد الدولية في عدة مجالات	46	58.97
فتح سوق التقييم للأجانب في الجزائر	15	19.23
دوافع أخرى	0	-

ما يلاحظ بأن هناك دافعين والمتمثلين في دافع "إعطاء مصداقية أكبر لنتائج عملية التقييم، ومن ثم تعزيز صفة القبول العام" ودافع "انفتاح الاقتصاد الجزائري، وضرورة الانخراط في الجهات الداعمة لجهود التوحيد الدولية"، قد حظيا بإجماع كبير بين أفراد العينة، مما يرشحهما ليكونا الدافعين الأساسيين، بينما نجد أن العنصر الثالث، المتمثل في دافع "فتح سوق التقييم للأجانب في الجزائر" حصل على نسبة ضئيلة جدا مقارنة بسابقيه، حيث كانت في حدود الربع، الأمر الذي يجعل هذا العنصر لا يمثل -على الأقل- دافعا مباشرا لعملية الانضمام.

إن النتائج المتوصل إليها بعد تحليل الأسئلة 18، 19 و20 تقودنا لاختبار إحدى فرضيات هذه الدراسة والمتمثلة في الفرضية الرابعة، والتي مفادها " **يؤدي إنشاء هيئة تعنى بتقييم المؤسسات في الجزائر إلى تحسين أداء عمل الخبراء المقيمين.**" فبعد تحليل السؤال 18 يتضح أن غالبية المستجوبين رأوا في ضرورة وجود مثل هذه الهيئة باعتبارها تؤدي إلى:

- العمل على تنميط تقارير الخبراء بجعلها موحدة؛
- سن معايير لتقييم المؤسسات والعناصر المكونة لها (الأصول والأسهم)؛
- العمل على توحيد استعمال طرق التقييم في الظروف المماثلة لتقريب نتائج التقييم.

يضاف إلى ذلك بعد تحليل السؤال 19 أنها ستمكن من إضفاء صفة القبول العام على الآراء الفنية التي تتمثل في القيمة (أو مجال القيم) الذي يصدر عن الخبراء المقيمين. كما انه بعد تحليل السؤال رقم 20 يتضح بأن هذه الهيئة ستكون ذات فعالية أكبر بعد انضمامها للجنة معايير التقييم الدولية، لتعطي أكثر مصداقية لنتائج عملية التقييم، ومن ثم تعزيز لصفة القبول العام. ما سبق يدفعنا لاحتفاظ وقبول هذه الفرضية.

خلاصة واستنتاجات:

لقد صاحب عملية خصخصة المؤسسات التي تعتبر من أهم الإصلاحات المنتهجة في الجزائر، ما يعرف بتقييم المؤسسات التي تمثل جانبا تقنيا وضروريا لعملية الخصخصة وتعتبر عملا مهنيا يقوم به خبير مقيم، إذ في أغلب الأحوال يكون محاسبا، غير أن ذلك غير كاف لوحده باعتبار أن عملية تقييم المؤسسات تستند إلى إطار مرجعي نظري يحكمها، فتجاهله يؤثر على العملية بالسلب. إن عملية تقييم المؤسسات قد اقترنت كثيرا بموضوع خصخصة المؤسسات في الجزائر نظرا لحجم الظاهرة، غير أن ذلك لا ينفي وجود بعض العمليات الأخرى، التي صاحبتها، والتي لا تقل أهمية عنها كإجراء الغرض منه عملية إصلاح المؤسسة؛ كالتصفية، إعادة الهيكلة والدخول للبورصة وحتى عمليات الاندماج والشراكة (خاصة مع المؤسسات الأجنبية). عموما، ما يمكن استخلاصه من هذا الجزء من الدراسة الميدانية، المرتبط باستقراء واقع عملية التقييم في الجزائر من خلال آراء المستجوبين، هو الآتي:

- أقر المستجوبون بوجود دوافع للعملية تبرر تعدد مناظير وطرق التقييم المختلفة والتي يمكن ترتيبها حسب درجة أهميتها:

1. تعدد الأهداف والدوافع من وراء التقييم؛
2. تنوع المؤسسات من حيث الحجم والقطاع الذي تنشط فيه؛
3. اختلاف الوضعية المالية للمؤسسات" من حيث الصعوبات المالية وتحقيق الخسائر أوالربح؛
4. اختلاف مستويات نضج المحيط الاقتصادي للبلدان من حيث نضج النظام المالي، البنية التحتية للمعلومات،....؛
5. اختلاف وجهة نظر طرفي التفاوض؛
6. تعدد المرجعية النظرية لتقييم المؤسسات؛ الفكر المالي أو المحاسبي.

تعتبر الدوافع الثلاث الأولى هي الأكثر تبريرا على الإطلاق لتعدد طرق التقييم حسب المستجوبين، لتليها الدوافع الأخرى، حيث أنها حظيت بتأييد أقل من طرفهم. إذ أن هذه العناصر السابقة تعتبر ظروفا، أوضاعا ودوافع للعملية، تبرر تعدد مداخل وطرق التقييم، الأمر الذي يدعونا للاحتفاظ بالفرضية التي مؤداها " **يعبر تعدد مداخل وطرق تقييم المؤسسات عن أوضاع، ظروف ودوافع مختلفة للعملية".**

- عند أي عملية لتقييم المؤسسات، توجد مجموعة من العناصر ينبغي البحث والتدقيق فيها باعتبارها تمثل محددات العملية، إذ أن الإحاطة الجيدة بها تسمح بجعل طريقة تقييم أو مجموعة من الطرق مناسبة لمؤسسة معينة في ظرف وزمان ووضعية معينة دون طرق أخرى. وذلك باعتبار أن للمؤسسة قيمة واحدة تتحدد باستعمال طريقة واحدة أو يمكن الحصول عليها ضمن مجال القيم الذي ينتج من استعمال طرق معينة. وعليه، فعملية حساب متوسط نتائج عدة طرق تقييم لنفس المؤسسة لا يعتبر قياسا دقيقا لقيمة المؤسسة، ويظهر عدم القدرة أو صعوبة ضبط محددات عملية التقييم بشكل دقيق، إذ تتمثل هذه المحددات في:

- المحددات الأساسية:

1. طبيعة وضوح الهدف والدوافع من وراء عملية التقييم؛
2. الوضعية المالية للمؤسسة؛
3. طبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة؛
4. طبيعة حجم المؤسسة؛
5. وضعية المحيط والنظام الاقتصاديين للبلد؛

- محددات ثانوية:

6. تكاليف الطريقة المستعملة في التقييم.

إن هذه النتيجة تجعلنا نحتفظ بالفرضية التي مؤداها "**تتحدد قيمة المؤسسة بناء على مجموعة من المحددات تجعل من طريقة أو طرق معينة صالحة لها دون أخرى**".

- لقد واجه تطبيق منظور التدفقات في الجزائر صعوبة كبيرة، الأمر الذي دفع لتطبيق الطرق المرتكزة على منظور الذمة المالية، أما عن الأسباب التي تقف وراء ذلك فتتمثل فيما يلي:

1. عدم نضوج وكفاية الجهات التي تمكن من جمع المعلومات المرتبطة بها كالنظام المصرفي والسوق المالي؛
2. ميل أغلبية الخبراء المقيمين في الجزائر للنظرة المحاسبية على حساب النظرة المالية.

إن ما سبق، يدعونا للاحتفاظ بمجمل عناصر الفرضية التي مؤداها "**لم يتم الاعتماد على طرق التقييم المرتكزة على منظور التدفقات في الجزائر بشكل كبير، بالنظر لـ :**

1. **أن وضعية أغلبية المؤسسات الجزائرية غير موافقة لها.**

2. عدم نضوج وكفاية الجهات التي تمكن من جمع المعلومات المرتبطة بها كالنظام المصرفي والسوق المالي.

3. **ميل أغلبية الخبراء المقيمين في الجزائر إلى النظرة المحاسبية على حساب النظرة المالية."**

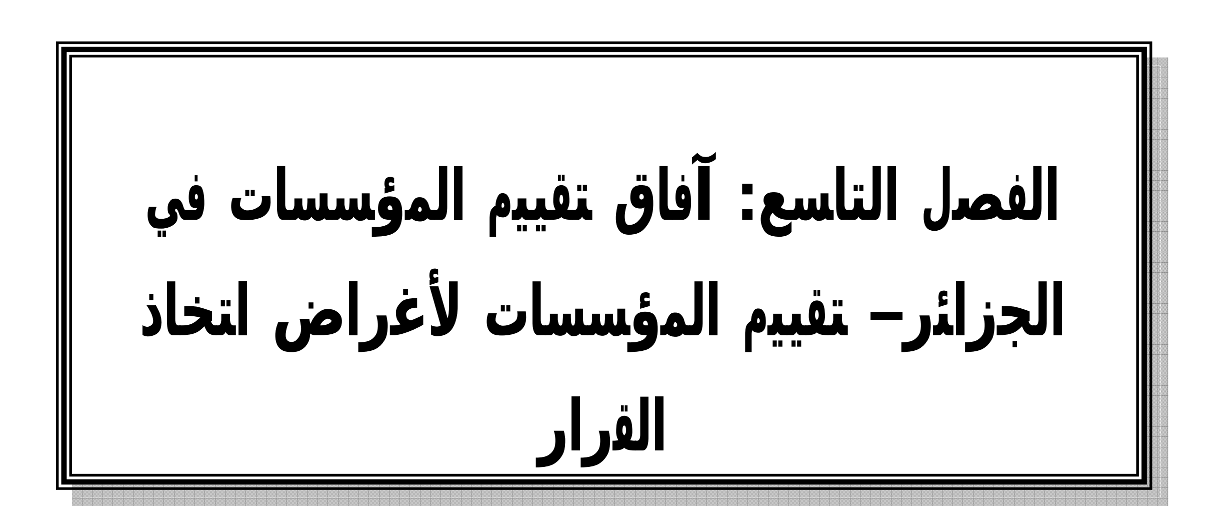
ما عدا السبب المتمثل في "أن وضعية أغلبية المؤسسات الجزائرية غير موافقة لها" الذي يتم رفضه من هذه الفرضية.

- إن تأسيس هيئة تعنى بعملية تقييم المؤسسات من شأنها أن تسهم في ترقية هذا النشاط وإضفاء صفة القبول العام على الآراء الفنية التي تتمثل في القيمة (أو مجال القيم) الذي يصدر عن الخبراء المقيمين، من خلال العمل على:

1. تنميط تقارير الخبراء بجعلها موحدة؛
2. سن معايير لتقييم المؤسسات والعناصر المكونة لها (الأصول والأسهم)؛
3. توحيد استعمال طرق التقييم في الظروف المماثلة لتقريب نتائج التقييم.

وستتعزز فعالية هذه الهيئة بشكل أكبر بعد انضمامها للجنة معايير التقييم الدولية، بالنظر لما ستعطي من مصداقية أكبر لنتائج عملية التقييم، ومن ثم تعزيز لصفة القبول العام.

إن ما سبق، يدعونا للاحتفاظ بالفرضية التي مفادها " **يؤدي إنشاء هيئة تعنى بتقييم المؤسسات في الجزائر إلى تحسين أداء عمل الخبراء المقيمين".**



الفصل التاسع: آفاق تقييم المؤسسات في الجزائر- تقييم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار

المبحث الأول: تقييم المؤسسات وعلاقته بالاستثمار المالي في الجزائر.

المبحث الثاني: محاولة تصور معالم نظام تسيير بالقيمة "لمجمع صيدال".

الفصل التاسع: آفاق تقييم المؤسسات في الجزائر- التقييم لأغراض اتخاذ القرار

لقد تبع التحول إلى اقتصاد السوق إنشاء بورصة القيم، التي تعتبر من الركائز الضرورية له. ومع بداية إنشائها أريد لها المساهمة في تنشيط برنامج الخصخصة من خلال إدخال ذات الأداء الجيد منها، الأمر الذي ينتج عنه تحقيق هدفين متزامنين، يتمثلان في المساهمة في تقدم برنامج الخصخصة من جهة، ودعم انطلاقة بورصة القيم، من جهة أخرى.

تعتبر عملية خصخصة المؤسسات أهم عملية إصلاح شهدتها المؤسسة الاقتصادية العمومية في سياق مراحل إصلاحها، والمشهد الأبرز ضمن مرحلة الإصلاحات المتبناة في بداية التسعينيات من القرن الماضي. ولقد صادف برنامج الخصخصة عدة مشاكل كان أبرزها عملية تقييم أصول المؤسسات التي تسمح للجهات الوصية من معرفة الحد الأدنى من قيمتها. فعملية تقييم المؤسسات تعد في هذه المرحلة من الأمور التقنية الضرورية ليس فقط لدعم نجاح برنامج الخصخصة فحسب، وإنما للعديد من العمليات الأخرى المرتبطة بإصلاح المؤسسات كالتصفية، إعادة الهيكلة والإدماج، وجميع العمليات التي تستهدف المؤسسة المصاحبة للإصلاحات.

لكن مع استمرار وتقدم مرحلة الإصلاحات والتحول نحو اقتصاد السوق، ومع تزايد الانفتاح الاقتصادي الذي يتبع ذلك؛ خاصة في ظل اتفاق الشراكة الأورو متوسطية ومفاوضات الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، يمكن أن نستشعر دورا آخر لعملية تقييم المؤسسات لا يقل أهمية عن سابقه، إلا أنه غير ملاحظ لكثير من الأطراف لعدم تطبيقه، إذ نجده يرتبط بأساليب التسيير الحديثة للمؤسسة الاقتصادية التي يسعى القائمون عليها لتبنيها، ليتمكنوا من تحقيق أداء جيد لمؤسساتهم. فإذا كان دور تقييم المؤسسات غير ملاحظ كوسيلة تساعد في تسيير المؤسسات من خلال ترشيد القرارات خاصة الاستراتيجية منها، باعتباره لا يمثل ضرورة حتمية بالنظر لوجود العديد من أنظمة التسيير البديلة – على عكس تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض-، نجده يمثل بالنسبة للمستثمرين وسيلة ضرورية لترشيد قراراتهم وبشكل عام لتسيير حوافظهم المالية ببورصة القيم.

لذلك، سنحاول في هذا الفصل، القيام بدراسة ميدانية نستكشف من خلالها وجها آخر لعملية تقييم المؤسسات يرتبط أساسا بعملية اتخاذ القرار للأطراف المهتمة بالمؤسسة، ونخص بالدراسة المستثمرين الماليين ومسيري المؤسسات. حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى دراسة علاقة تقييم المؤسسات بالاستثمار المالي بالبورصة، أما في المبحث الثاني فنحاول أن نبين أهمية تبني تقييم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار داخل المؤسسة وتصور معالم نظام للتسيير بالقيمة لإحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال إبراز أهم معالمه مركزين في ذلك على الجانب الاستراتيجي.

المبحث الأول: تقييم المؤسسات وعلاقته بالاستثمار المالي في الجزائر

بداية، نشير إلى أن بورصة قيم الجزائر مازالت بورصة في مرحلة الانطلاق، فهي تتسم بالضيق الشديد في حجم المعاملات وعدد الأوراق المالية المتداولة، الأمر الذي أدى لعدم ظهور مهنة التحليل المالي، والاكتفاء بمهنة السمسار فقط التي تركز على تنفيذ أوامر بيع وشراء المستثمرين في جانبها العملي على حساب أنشطة أخرى نص القانون[1] على إمكانية ممارستها*، بما في ذلك نشاط

[1])- المادة 07:(قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فبراير 2003) يمكن الوسطاء في عمليات البورصة أن يمارسوا أساسا، في حدود الأحكام التشريعية والتنظيمية التي يخضعون لها النشاطات الآتية:=

الاستشارة. أما عن مهنة المحلل المالي ومهنة مستشار القيم المنقولة كمهن مستقلة فلا وجود لها، كما هو الحال في البورصات العالمية وحتى في بعض البورصات الناشئة.

وعليه، فدراستنا تحاول استشراف بعض القضايا المرتبطة بتقييم الأوراق المالية، من خلال استطلاع آراء شريحة هي الأقرب لبورصة القيم، ممثلة في المحاسبين والأكاديميين. فإذا كان استطلاع رأي الأكاديميين قد يبدو أمرا مبررا باعتبارهم مهتمين أو فاعلين محتملين، فإن إدراج المحاسبين تم بالنظر لارتكاز قرارات الاستثمار والتحليل المالي في أغلبها على القوائم المالية التي تعد أو تراجع من طرفهم، مما يعطيهم تصورا كافيا في هذا المجال، يضاف له مؤهلهم العالي الذي لا يقل على الليسانس في تخصصات الاقتصاد (في اغلبها المحاسبة والمالية).

1-1: تقديم مختصر لتنظيم بورصة قيم الجزائر[2]

1-1-1: مراحل وظروف نشأة بورصة قيم الجزائر

مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل مهدت لإنشائها بشكلها الحالي، وذلك من خلال إصدار الكثير من النصوص القانونية التي تندرج في إطار الإصلاحات الاقتصادية المتبناة، والتي بدأت مع إصدار القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون رقم 88-03 المتعلق بإنشاء صناديق المساهمة، اللذين مهدا لبداية ظهور بوادر سوق مالي من خلال وضع شروط دنيا من قبل الوصاية تسمح بتشغيلها، باعتبار حصول المؤسسات الاقتصادية العمومية على استقلاليتها.

وبتاريخ 1990/11/09 بناء على قرار اتخذ من طرف الحكومة تم تأسيس هيئة على شكل شركة ذات أسهم أطلق عليها تسمية " شركة القيم المتداولة " برأسمال قدره 320.000 دج ، تسير من طرف مجلس إدارة مكون من مؤسسيها ممثلين في صناديق المساهمة الثمانية.[3] ولعل السبب في تشكيل هذه الهيئة من صناديق المساهمة كان لحصر جميع المؤسسات الاقتصادية العمومية التي كان رأسمالها ممسوكا من طرف هذه الصناديق، -والتي كانت تمثل النسبة الكبرى من النسيج الصناعي والتجاري- لتوفر فيما بعد آلية تمكن من تداول أسهم هذه المؤسسات، وتؤدي بذلك للمساهمة في تطوير هذه الهيئة التي تمثل نواة بورصة القيم.

وقصد وضع هذه الهيئة حيز التشغيل كان لزاما على السلطات إصدار القوانين الكفيلة بتنظيم عملها وسيرها، لذلك تم بتاريخ 28 ماي 1991 سن وإصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية، ويتعلق الأمر بـ:[4]

=-التفاوض لحساب الغير؛
-الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة؛
-التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب؛
-تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة،.....الخ.
في: مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة، دار هومة، الجزائر، 2006، ص: 44-45.
[*] - ما يلاحظ حول الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين، تم اعتمادهم للقيام بجميع الأعمال المنصوص عليها في القانون المشار له سابقا، أي من ذوي النشاط غير المحدود، لسد النقص الحاصل في المجالات الضرورية للاستثمار في القيم المنقولة في بداية انطلاق البورصة.
[2])- تم الاعتماد على المراجع التالية لإنهاء هذا العنصر:
- محمد براق، مرجع سابق، ص ص: 369-403.
- حسين مبروك، مرجع سابق.
- M. Mansouri , La Bourse des valeurs mobilières d'Alger , Edition Dar Houma , Alger , 2002.
- www.cosob.dz.com. (موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة)
[3]) – محمد براق، مرجع سابق، ص: 370.
[4]) – M. Mansouri , Op.cit, P: 8.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم المعاملات على القيم المتداولة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المتعلق بتحديد أنواع القيم المتداولة وكيفية وشروط إصدارها من طرف شركات الأموال.
- المرسوم التنفيذي رقم91-171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التي أوكل لها مهام تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية وتعبئة الادخار وممارسة الرقابة على السوق.

وبعد مرور سنة تقريبا من إنشائها، وسن القوانين المنظمة لعملها، بقيت هذه الهيئة دون تشغيل، مما جعلها تتأخر عن تحقيق هدفها الرئيسي المتمثل في وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق تفاوض على القيم المتداولة ضمن أفضل الشروط حسب ما نص عليه قانونها الأساسي. ولعل السبب الذي حال دون الانطلاق الفعلي لهذه الهيئة يعزى لمشاكل تنظيمية حالت دون توضيح نوع التفاوض المقصود، يضاف لذلك مشاكل أخرى؛ أبرزها ضآلة رأس مال الشركة وعدم تحديد مهامها بدقة.

ولتخطي هذه المشاكل والعقبات، تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ قرار يتضمن رفع رأسمال الشركة، ليصل إلى مبلغ 9.320.000 دج، بالإضافة إلى تعديل قانونها الأساسي، لا سيما البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها من أجل إعطائها صفة بورصة القيم المتداولة بشكل واضح ودقيق، لتصبح رسميا تحت تسمية "بورصة القيم المتداولة".

إلا أنه، بالرغم من هذه الإجراءات الرامية لإزاحة العقبات التي تعترض هذه الشركة، ظلت تراوح مكانها ولم يكتب لها الانطلاقة. إذ أنه تم التحضير لها لكي تكون جاهزة للتشغيل أواخر سنة 1992[5]. ولعل الظروف السائدة في تلك الفترة شكلت لها صعوبات حالت دون تشغيلها بالمرة، نذكر منها مايلي[6]:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل تضخم وأسعار فائدة مرتفعة.
- الإطار القانوني الضيق والتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.
- نص القانون 88-01 في مادته 22 على أن بيع المؤسسات الاقتصادية العمومية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية التي تمنعها من الدخول في البورصة، إضافة إلى عدم كفاءتها.
- غياب هيئات ومؤسسات من اللازم أن تكون أطرافا في البورصة، ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم.

ولقد تم وضع الإطار القانوني لبورصة القيم المتداولة في الجزائر، مع سن وإصدار المرسومين التشريعيين سنة 1993والمتمثلين في[7]:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المتمم والمعدل للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري.
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتضمن بورصة القيم المنقولة.

---

[5])- محمد براق، مرجع سابق، ص: 370.
[6])- نفس المرجع، ص: 370-371.
[7])- للاطلاع على هذين القانونين وقوانين أخرى مرتبطة ببورصة القيم، أنظر إلى:
- مبروك حسين، مرجع سابق.

يعتبر هذان المرسومان التشريعيان، بمثابة الانطلاقة والإقرار الفعلي من طرف السلطات على إنشاء بورصة القيم بالجزائر بشكلها الحالي، إذ حمل المرسوم الأخير مجموعة من النصوص تتضمن إنشاء هياكل بورصة القيم (لجنة تقوم بمراقبة وتنظيم عمليات البورصة، مؤسسة البورصة، الوسطاء في عمليات البورصة،...).

ومع بداية سنة 1996، انطلقت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في ممارسة نشاطها الفعلي كما تم إنشاء شركة إدارة بورصة القيم في25 ماي 1997، وهو ما سمح بتوفير الشروط المناسبة لقيام بورصة القيم المتداولة في الجزائر. وقد كانت الانطلاقة الفعلية لها في جانفي 1998، من خلال جهود لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمساعدة تقنية من طرف مكتب كندي Coopers[8] .& Lybrand

1-1-2: الهيئات المنظمة لبورصة قيم الجزائر

1-1-2-1: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

تأسست اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث تم وضعها حيز العمل في فيفري 1996، بعدما تم تعيين أعضائها بتاريخ 1995/12/27. وتتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية الإدارية والمالية. وتتولى هذه اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، بالسهر خاصة على[9]:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار، خارج إطار المنتجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر؛
- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها، حيث بذلك تقدم تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

وتتكون اللجنة من رئيس وستة أعضاء يمارسون مهامهم بصفة دائمة لمدة أربع سنوات يعينون عن طريق التنظيم. ولأجل القيام بمهامها تتوفر للجنة أمانة تجمع المصالح الإدارية والتقنية، تكون تحت سلطة رئيس اللجنة.

ويتم اختيار الأعضاء بشكل يضمن معه تمثيل جميع الأطراف المعنية بالقيم المنقولة وبتنظيمها، إذ يتمثلون في[10]؛ قاض مقترح من طرف وزير العدل، ممثل عن بنك الجزائر، ممثلين للجهات المصدرة للأوراق المالية (ممثل عن الخزينة العمومية يقترحه وزير المالية وممثل عن الأشخاص المعنويين المصدرين للأوراق المالية)، وشخصين يتم اختيارهما نظرا لخبرتهما في المجال المالي (أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي وعضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين).

---

[8]- R.Balia, L'évaluation des entreprises introduites en bourse Cas E.G.H El Aurassi, Mémoire de magister non publie, Ecole supérieure de commerce, Alger, 2002, P . 29.

[9])- المادة 30 ، قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فبراير 2003 في مبروك حسين، مرجع سابق، ص: 66.

[10])- المادة 22 (قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فبراير 2003) يعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي، لمدة أربع سنوات وفق الشروط المحددة عن طريق التنظيم، وتبعا للتوزيع..... في: نفس المرجع، ص:61.

وللقيام بمهامها في مجال القيم المنقولة، للجنة صلاحيات واسعة منحها لها القانون، ذلك أنها تتوفر على سلطات؛ تنظيمية، رقابية، بالإضافة للسلطة التأديبية والتحكيمية[11].

ما يلاحظ عن لجنة تنظيم سوق المال في الجزائر أنها مستوحاة في كثير من أمور تنظيمها من لجنة عمليات البورصة بفرنسا[*] كباقي الدول التي تعتمد النموذج الفرنسي في إنشاء هيئاتها وأمور أخرى (مثل تونس[12])، وباعتبار أن لجنة عمليات البورصة مستوحاة هي الأخرى من نظيرتها في الولايات المتحدة الأمريكية المتمثلة في لجنة الأوراق المالية والبورصة، فإن النموذج الأمريكي هو المستعمل والطاغي في هذا المجال في الجزائر، مع الأخذ ببعض الخصوصيات.

ولقد قامت هذه اللجنة بسن النصوص التنظيمية لغرض انطلاق البورصة وتنظيم عملياتها، ومن أهم النصوص الواردة في هذا المجال نذكر ما يلي: [13**]

- النظام رقم 96 – 02 المتعلق بالمعلومات التي ينبغي نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للادخار.
- النظام رقم 96 – 03 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة.
- النظام رقم 97 – 01 المتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم
- النظام رقم 97-02 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين لإجراء مفاوضات على القيم المتداولة.
- النظام رقم 97-03 المتعلق بسير بورصة القيم المتداولة.
- النظام رقم 97-04 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة.
- النظام رقم 97 –05 المتعلق باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وعملائهم.
- التعليمة رقم 97-01 الصادرة يوم 30 نوفمبر 1997 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

يضاف إلى ذلك، التنظيمات المرتبطة بالهيئة المستحدثة والمتمثلة في المؤتمن المركزي على السندات كـ :

- النظام رقم 03-01 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

وللإشارة، فإن هذه اللجنة قد ساهمت بشكل كبير في تأسيس شركة تسيير بورصة القيم، وبخمس شركات مساهمة مختصة في الوساطة في عمليات البورصة[14].

---

[11])- لمزيد من التفصيل أكثر أنظر إلى:
- نفس المرجع، ص ص:66-119
- La bourse d'Alger, Op.cit, PP : 06-08.

[*]- أنظر الفصل الرابع من هذه الأطروحة.

[12])- للاطلاع على القوانين التي تنظم بورصة القيم بتونس، أنظر:
- Le règlement général de la bourse des valeurs mobiliers de Tunis, PP :01-40.

[13])– Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N° 1, 1998 , PP:06 -12.

[**]- للاطلاع أكثر على هذه التنظيمات وتنظيمات أخرى حديثة، أنظر على سبيل المثال إلى:
- حسين مبروك، مرجع سابق.

[14])- محمد براق، مرجع سابق، ص: 395.

1-1-2-2: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

بعد انعقاد جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21 ماي 1997 تم ميلاد شركة إدارة** بورصة القيم المنقولة بتاريخ 25 ماي 1997 في شكل شركة مساهمة مملوكة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين، الذين يحق لهم احتكار عمليات التفاوض على القيم المتداولة بالبورصة لحسابهم ولحساب الغير. حيث قدر رأسمال الشركة عند تأسيسها بـ 24 مليون دينار جزائري ممسوك بأقساط متساوية من قبل المساهمين، ويتولى تسييرها مجلس إدارة مكون من أغلب ممثلي الهيئات المالية العمومية مضاف لها يونيون بنك UNION BANK .

وتبرز أهمية هذه الشركة في كونها:

- أداة تتيح للمؤسسات العمومية والخاصة المنظمة على شكل شركات مساهمة من فتح رأس مالها؛
- وسيلة لقياس أصول هذه المؤسسة؛
- وسيلة لضمان تمويل مباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي الوطني؛
- تساهم في توفير سيولة الادخار المستثمر على المدى الطويل.

تقوم شركة تسير بورصة القيم المنقولة بالمهام الموكلة لها والمتمثلة في:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لجلسات البورصة.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة.
- تنظيم عمليات المقاصة حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.
- نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة.

وتكون جميع أنشطة شركة تسيير بورصة القيم تحت رقابة اللجنة.

1-1-2-3: المؤتمن المركزي للسندات[15]:

نص القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003 على إنشاء هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم تمارس وظائف المؤتمن المركزي على السندات، ويخضع قانونه الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات- لكي يتمكن من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي- على وجه الخصوص في:

- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال عمليات التسوية من حساب إلى حساب آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

**- بعد صدور القانون رقم 03- 04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 – 10 الصادر بتاريخ 17 فبراير2003، تم تغيير إسم الشركة من شركة إدارة بورصة القيم إلى شركة تسيير بورصة القيم.

15)- حسين مبروك، مرجع سابق، ص ص:52-60.

ويتكون رأسمال المؤتمن المركزي على السندات المقدر مبلغه بخمسة وستين(65) مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسيه، وهم؛ البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة الرياض– سطيف.

ولقد نص القانون أعلاه ألا يتم فتح رأسمال شركة المؤتمن المركزي للسندات إلا لصالح:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الشركات المصدرة للسندات.
- الوسطاء في عمليات البورصة.
- بالإضافة لكل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر باعتبارهما مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما.

وكباقي الهياكل والفاعلين في البورصة، تخضع أنشطة المؤتمن المركزي على السندات لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

وللإشارة، فقد تم منح التأهيل من طرف اللجنة لهيئات مالية تتمثل أساسا في البنوك التجارية العمومية، بالإضافة لفرع بنك أجنبي بالجزائر، بصفة ماسك حساب- حافظ السندات، حيث تمثلت هذه الهيئات المالية فيما يلي؛ بتاريخ 2004/02/24 أهل البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك التنمية المحلية BDL والبنك الجزائري للتنمية الريفيةBADR وفي 2004/02/26 القرض الشعبي الجزائري CPA ، وفي 2004/03/14 البنك الوطني الجزائري BNA ، أما في 2004/07/13 نجد الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque وأخيرا في 2005/11/17 نجد فرع البنك الفرنسي بالجزائر BNP PARIBAS EL DJAZAIR[16].

[16])- القرارات التي بموجبها تم تأهيل بصفة ماسك –حافظ حسابات من طرف اللجنة مرتبة على التوالي:

- **Décision n° 04/001 du 24/02/2004**, la Banque de Extérieure d'Algérie (BEA) est habilitée en qualité de teneur de compte-conservateur de titres.
- **Décision n° 04/002 du 24/02/2004**, la Banque de Développement Local (BDL) est habilitée en qualité de teneur de compte-conservateur de titres.
- **Décision n°04/003 du 24/02/2004**, la Banque algérienne de Développement Rural (BADR) est habilitée en qualité de teneur de compte-conservateur de titres.
- **Décision n°04/004 du 26/02/2004**, le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) est habilité en qualité de teneur de compte-conservateur de titres.
- **Décision n°04/006 du 14/03/2004**, la Banque Nationale d'Algérie (BNA) est habilitée en qualité de teneur de compte-conservateur de titres.
- **Décision n°04/011 du 13/07/2004**, la CNEP Banque est habilitée en qualité de teneur de compte-conservateur de titres.
- **Décision n°05/015 du 17/11/2005,** la Banque BNP PARIBAS EL DJAZAIR est habilitée en qualité de teneur de compte-conservateur de titres. In : www.cosob.org consulté le 01/12/2006.

1-1-3: المتدخلون في بورصة الجزائر

1-1-3-1 : الوسطاء في عمليات البورصة

يمكن ممارسة عمل الوساطة على عمليات التفاوض التي تمس القيم المنقولة المسجلة في البورصة، من طرف كل شخص معنوي في شكل شركة مساهمة*** أو شخص طبيعي، وذلك بعد الحصول على الاعتماد من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة، وهما:

- الوسطاء ذوي النشاط المحدود، والتي تتمثل في الحالة التي يريد فيها الوسيط تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط.
- الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود، حيث يكون الوسيط المنتمي لهذه الفئة يمارس فضلا عن مهمة التفاوض على القيم المتداولة لحساب الغير، التفاوض لحسابه ، التوظيف، تسيير المحافظ المالية بوكالة، إضافة إلى إمكانية اقتراح الاكتتاب، الشراء، التبادل، أو البيع للقيم المتداولة في الأماكن العمومية،... .

لقد رخصت السلطات العمومية بصفة انتقالية ولفترة خمس سنوات ابتداء من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23، لكل من البنوك والهيئات المالية وشركات التأمين من إمكانية منحها الاعتماد لممارسة نشاط وسيط في عمليات البورصة، شريطة أن تثبت هذه الأخيرة بداخلها وجود قسم مستقل يحقق الفصل بين نشاط الوسيط وبين الأنشطة الأخرى لهذه الهيئات[17]. غير أنه بعد انقضاء مدة كبيرة على ما تم تحديده بقيت مهمة الوساطة البورصية بالجزائر حكرا على الهيئات المالية (البنوك وشركات التامين)، حيث تأسست شركات وساطة في شكل شركات مساهمة مكونة فيما بين هذه الهيئات.

فبتاريخ 15 جويلية 1998، تم تأسيس واعتماد خمس شركات وساطة في بورصة الجزائر، وهي: [18]

- الرشاد المالي؛ المكونة بين الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، البنك الخارجي الجزائري وشركة التأمين.
- الشركة المالية للاستشارات والتوظيف؛ المكونة من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.
- شركة التوظيف في القيم المتداولة؛ المكونة من بنك الفلاحة والتنمية الريفية والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.
- الشركة العامة للتمويل والمكونة من القرض الشعبي الجزائري والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- يونيون بنك للوساطة" UNION BANK " صاحب رأس المال الخاص.

***- يتمثل الأشخاص المعنويون في الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لغرض الوساطة بالبورصة، والبنوك والمؤسسات المالية، حسب المادة 06 من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث كانت هذه المادة محررة حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 كما يلي: يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيون أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض.

17)- محمد براق، مرجع سابق، ص: 397.

18) - Bulletin de la commission , COSOB , Alger , N° 01 , 1er trimestre , 1998 , P: 47 .

غير أنه بعد مرور حوالي ست سنوات ونصف، اعتمدت اللجنة وسطاء جددا، هم من البنوك العمومية وألغت اعتماد كل الوسطاء المعتمدين منذ سنة 1998 وبعدها، وتدخل هذه الإجراءات في إطار إعادة تنظيم مهنة الوسيط في عمليات البورصة والتي جاءت كنتيجة للتعديل الذي أقره القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 في مادته السادسة، الذي أشار صراحة إلى أن نشاط الوسيط في عمليات البورصة ينبغي أن يقوم به أشخاص طبيعيون أو أشخاص معنويون، حيث أن الأشخاص المعنويين يتمثلون في الشركات التجارية المنشأة خصيصا لهذا الغرض، أو البنوك والمؤسسات المالية، بعدما كان الأشخاص المعنويون هم عبارة عن شركات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض حسب المرسوم التشريعي 93-10. وعندما نرى الوسطاء المعتمدين في سنة 1998 نجدهم في شكل شركات مساهمة برأس مال مشترك فيما بين البنوك ومؤسسات التأمين، ولما أصبح القانون يسمح بممارسة النشاط للبنوك والمؤسسات المالية صراحة، قاد هذه الأخيرة خاصة البنوك منها لممارسة نشاط الوساطة المالية بشكل مباشر، بالإضافة إلى إعادة تنظيم مهنة الوسيط المالي من طرف الوصاية.

وتأسيسا على ما سبق، منحت اللجنة بتاريخ 2004/12/20 الاعتماد لبنوك عمومية لممارسة نشاط وسيط في عمليات البورصة، وهي: البنك الجزائري للتنمية الريفية BADR، البنك الوطني الجزائري BNA، بنك التنمية المحلية BDL والبنك الخارجي الجزائري BEA، ليليها بعد ذلك، بتاريخ 2005/01/17 منح الاعتماد لبنك عمومي آخر يتمثل في الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP Banque[19]. كما قامت اللجنة بتاريخ 2005/03/20 بشطب اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة التالية أسماؤهم؛ الشركة المالية للاستشارة والتوظيف SOFICOP Spa، الشركة العامة للتمويل SOGEFI Spa، الرشاد المالي ERRACHED EL MALI Spa، شركة التوظيف في القيم المتداولة SPDM B/C Spa و يونيون بنك للوساطة UB BROKERAGE Spa، وفي تاريخ سابق لذلك، نجد أن اللجنة قد سحبت الاعتماد من شريك الاستثمار الجزائري Algiers Investment Partenership-AIP Spa والذي كان في 2004/09/13[20].

---

[19])—القرارات التي بموجبها تم منح اعتماد وسيط في عمليات البورصة من طرف اللجنة للبنوك مبينة على التوالي:
- **Décision n°04/023 du 20/12/2004**, la commission a accordé un agrément, à la Banque algérienne de Développement Rural (BADR) pour exercer l'activité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n°04/024 du 20/12/2004**, la commission a accordé un agrément, à la Banque Nationale d'Algérie (BNA) pour exercer l'activité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n° 04/025 du 20/12/2004**, la commission a accordé un agrément, à la Banque de Développement Local (BDL) pour exercer l'activité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n°04/026 du 20/12/2004**, la commission a accordé un agrément, à la Banque de Extérieure d'Algérie (BEA) pour exercer l'activité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n°05/001 du 17/01/2005**, la commission a accordé un agrément, à la CNEP Banque pour exercer l'activité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse. In : www.cosob.org consulté le 01/12/2006.

[20])- القرارات التي بموجبها تم شطب اعتماد وسطاء في عمليات البورصة من طرف اللجنة، مرتبة على التوالي:
- **Décision n° 05/003 du 20/03/2005**, La Commission a procédée à la radiation de la Société financière en conseil et placement par abréviation SOFICOP Spa en qualité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n° 05/004 du 20/03/2005**, la commission a procédée à la radiation de la Société générale financière par abréviation SOGEFI Spa en qualité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n° 05/005 du 20/03/2005**, la commission a procédée à la radiation d'ERRACHED EL MALI Spa en qualité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n° 05/006 du 20/03/2005**, la commission a procédée à la radiation de la Société de placement des valeurs mobilières BADR/CAAR par abréviation SPDM B/C Spa en qualité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n° 05/007 du 20/03/2005**, la commission a procédée à la radiation de l'UB BROKERAGE Spa en qualité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.
- **Décision n° 04/012 du 13/09/2004**, la commission a procédée à la radiation de Algiers Investment=

ولكي يحظى الوسيط في عمليات البورصة بالاعتماد من طرف اللجنة ينبغي أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط، يمكن سردها كما يلي:

أ- بالنسبة للشخص الطبيعي:

ينبغي على الشخص الطبيعي الذي يريد أن يصبح وسيطا في عمليات البورصة تحقيق جملة من الشروط وهي:[21]

- أن لا يقل عمر الشخص عن 25 سنة، عند تاريخ تقديم الطلب؛
- التمتع بالأخلاق الحسنة؛
- التمتع بالنزاهة اللازمة لضمان حماية المدخرين.
- إثبات اكتتاب كفالة بمبلغ خمسمائة ألف (500.000) دينار جزائري، تدفع نقدا أو على شكل قيم خزينة، ويمكن للجنة أن تحددها بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة التي قد تقتضي ضمانا أكبر.
- حيازة محل واضح التعيين وملائم لممارسة النشاط.
- تحقيق شروط الكفاءة المهنية من الحصول على شهادة الليسانس أو ما يعادلها في التخصص، إضافة إلى حصول المعني على تكوين مقبول في مجال تجارة وتسيير القيم المنقولة وكسبه لتجربة مهنية مقبولة من وجهة نظر اللجنة.
- تقديم طلب الاعتماد لدى اللجنة.

ب-بالنسبة للشخص المعنوي:

ينبغي على الوسيط في عمليات البورصة ذي الشخصية المعنوية، أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط لممارسة نشاطه، تتمثل في ما يلي[22]:

- حيازة رأس مال قدره مائة (100) مليون دينار جزائري كحد أدنى، غير أنه يمكن الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تحددها اللجنة لممارسة نشاطات خاصة، حيث يتشكل رأس المال الخاص من رأس المال الاجتماعي والاحتياطات والحاصل المنقول من جديد ونتيجة نهاية الدورة المالية.
- حيازة محلات واضحة التعيين لممارسة النشاط وضمان أمن مصالح العملاء.
- أن يكون مقر الشركة بمدينة الجزائر.
- توفر الشركة على مسير على الأقل مكلف بالإدارة العامة تكتمل فيه شروط التأهيل للشخص الطبيعي سالفة الذكر.
- تقديم طلب الاعتماد لدى اللجنة.

ولا يكون الاعتماد نهائيا، إلا عندما يكتتب فعلا الوسيط في عمليات البورصة، في الحصة المحددة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم[23].

=Partenership-AIP Spa en qualité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse. In : www.cosob.org consulté le 01/12/2006.

[21] – المادة 05 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 69-03 المؤرخ في 03 يوليو سنة 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم (الجريدة الرسمية العدد 36 المؤرخ في 97/06/01) في : مبروك حسين، مرجع سابق، ص : 35-36.

[22])- المادة 06 من النظام رقم 69-03 السابق الذكر. في: نفس المرجع، ص : 36.

[23])- المادة 13 من نظام رقم 69-03 السابق الذكر. في: نفس المرجع، ص : 37.

ولقد بين القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في المادة السابعة منه، المهام التي يمكن للوسيط في عمليات البورصة ممارستها بشكل أساسي في حدود الأحكام التشريعية والتنظيمية التي يخضعون لها، والمتمثلة في:[24]

- التفاوض لحساب الغير.
- تقديم الاستشارات في مجال توظيف القيم المنقولة.
- التسيير الفردي لمحفظة الأوراق المالية بموجب عقد مكتوب.
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية.
- السعي في إنجاح الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة.
- التفاوض للحساب الخاص.
- حفظ وإدارة القيم المنقولة.
- تقديم الاستشارة للمؤسسات في مجال هيكلة رأسمالها أو إدماج وإعادة شراء المؤسسات.

غير أنه، يبقى من صلاحيات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن تحدد الاعتماد المقدم للوسيط في عمليات البورصة في جزء من النشاطات المذكورة أعلاه.

1-1-3-2: المستثمرون الماليون

يستطيع المستثمر المالي في بورصة الجزائر التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء بشكل مباشر أو غير مباشر؛ عن طريق اللجوء لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، إذ أن هذه الأخيرة نص عليها القانون من خلال الأمر رقم 96 – 08 المؤرخ في 10 يناير 1996، حيث قسمها إلى صنفين وهما؛ شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصندوق المشترك للتوظيف، حيث: [25]

1-1-3-2-1: شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير

إن الشكل القانوني لهذا النوع من الهيئات هو شركات مساهمة حسب المشرع، وهي بذلك تخضع لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى الأمر المذكور أعلاه، والذي حدد رأسمالها الأدنى بخمسة ملايين (5.000.000) دينار جزائري. حيث لا يمكن لها النزول عن نصف هذا الحد لمدة أربعة أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم[26]. ويتمثل هدف هذه الشركة في تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول للمستثمرين الماليين المكتتبين في رأسمالها.

ولقد تم اعتماد أول شركة استثمار ذات رأس المال المتغير رسميا بمقتضى مقرر رقم 98 – 01 الصادر في 31 مارس 1998 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لفائدة شركة الاستثمار المالي –شركة ذات أسهم- برأسمال أولي قدره 120 مليون دينار جزائري، المؤسسة من طرف كل من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمينات[27].

---

[24] – المادة 07 من القانون رقم 03 / 04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 / 10 الصادر بتاريخ 17 فبراير 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة. في: نفس المرجع، ص : 44-45.

[25] – الأمر رقم 96 / 08 ، المؤرخ في 10يناير 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (الجريدة الرسمية العدد03 المؤرخ في 14 يناير 1996) في: نفس المرجع، ص ص:178-200.

[26])- محمد براق، مرجع سابق، ص: 382.

[27]) - Bulletin de la commission , COSOB , Alger , N° 01 , 1er trimestre , 1998 , P: 47 .

1-1-3-2-2: الصناديق المشتركة للتوظيف

على عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، لا تتمتع الصناديق الجماعية للتوظيف بالشخصية المعنوية، إذ هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة. ولقد حدد رأس المال الأدنى للصندوق بمليون دينار جزائري كحد أدنى ولا يمكن النزول عن نصفه.

إن الهدف من إنشاء هذه الهيئات هو توفير بدائل استثمارية للمدخرين المستثمرين، وخاصة للمبتدئين أو غير المحترفين منهم – والذين يكون بأعداد كبيرة عند بداية انطلاق بورصة في مجتمع ليس لديه ثقافة بورصية-، تسمح لهم بتحقيق امتيازات في تسيير أفضل لمحافظهم وبأكثر أمان، باعتبار أن هذه الهيئات تتضمن مختصين ومهنيين ذوي خبرة وكفاءة في تسيير أدوات الاستثمار.

1-1-4: التفاوض على الأوراق المالية في بورصة الجزائر[28]

1-1-4-1: نظام التفاوض في بورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر سوقا ممركزة تسير عن طريق الأوامر. وهي غير مجزأة وتقوم على العمليات العاجلة، وعليه، فإن كل القيم المتداولة يتم التفاوض عليها في سوق رسمية موحدة وذات الدفع النقدي العاجل فقط في مكان معين حيث توجد قاعة التداول في شركة تسيير بورصة القيم. ولقد تم تحديد يوم الاثنين من كل أسبوع ليتم فيه التفاوض على الأوراق المالية، حيث يتولى إدارة الجلسات ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم.

1-1-4-2 : أوامر بورصة الجزائر

يعتبر الأمر تعليمة يعطيها العميل للوسيط في عمليات البورصة أو بمبادرة من هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط صناعة السوق، حيث ينبغي على كل أمر بورصة مقدم من طرف عميل للوسيط في البورصة أن يتضمن المعلومات التالية:

- موضوع العملية (شراء أو بيع).
- اسم الورقة المالية المراد التفاوض عليها وتحديد خصائصها.
- عدد الأوراق المالية المراد التفاوض عليها.
- مدة صلاحية الأمر بالتنفيذ.
- الإشارة إلى حدود السعر.

ويمكن إعطاء أمر البورصة وتسليمه للوسيط في عمليات البورصة إما:

- كتابة ؛ وفق نموذج موضوع تحت تصرف العميل؛
- هاتفيا؛ مع تحديد ساعة وتاريخ المكالمة حين استلامها من قبل الوسيط.

ولقد تم الأخذ بثلاثة أنواع من أوامر البورصة في الجزائر، وهي:

- الأمر بسعر السوق.
- الأمر بالسعر الأحسن.
- الأمر بالسعر المحدد.

---

[28])- محمد براق، مرجع سابق، ص ص: 391-394.

ويستند هذا الاختيار من بين مختلف الأوامر المعمول بها في البورصات العالمية، إلى أن الأوامر الثلاثة المعتمدة في بورصة الجزائر تتميز بالقدم والبساطة، والعمل بها يراد منه تجنب كل التباس أو عدم التفاهم بين من يعطي الأوامر والوسطاء في عمليات البورصة في سوق حديثة النشأة .

1-1-4-3: نظام التسعيرة في البورصة

يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظامين للتسعير؛ هما المستمر والثابت سواء كان يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي. غير أن الطريقة التي تعمل بها بورصة الجزائر حسب ما تم تقريره من طرف شركة تسيير بورصة القيم تتمثل في طريقة التسعير الثابت بالمناداة أو الصندوق.

وتعني هذه الطريقة تطبيق سعر موحد لمجموع الصفقات المبرمة لكل قيمة متداولة خلال جلسة معينة للتفاوض في البورصة. إذ يتماشى هذا النظام مع حجم مبادلات ضعيف، حيث يسمح السعر المحدد من خلاله تعظيم حجم المبادلات بأكبر قدر ممكن.

1-1-4-4: المقاصة والتسديد

تهتم المقاصة بإنهاء المبادلات على القيم المتداولة المنجزة في جلسات التفاوض في البورصة. ويتم ذلك بدفع المبالغ المستحقة من طرف الوسيط في عمليات البورصة للمشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل وسيط البائع.

وينبغي أن تتم هذه العملية خلال جلسة مقاصة ترأسها شركة تسيير بورصة القيم وبحضور كافة الوسطاء في عمليات البورصة، بالإضافة لبنك التسديد، الذي يعتبر بنك توظيف كل الوسطاء في عمليات البورصة، لذا فحضوره بالغ الأهمية لتأكيد التغطية النقدية للوسطاء المشترين على أساس كشف من حساباتهم.

ويكون هذا البنك مطالبا بتنفيذ تحويل الأموال الناتجة عن التزامات الوسيط في جلسة التفاوض وذلك في نفس اليوم. كما أن تسليم الأوراق المالية يتزامن مع تحويل الأموال:

- على شكل شهادات مادية في حالة الأوراق المجسدة؛
- على شكل شهادة وجود في حالة الأوراق غير المجسدة والمسجلة في حساب.

يقوم بعد ذلك مشتري الورقة المالية من ممارسة حقوقه بتسجيل اسمه على سجل المساهمين مكان اسم المالك القديم. كون أن الشركات المقبولة والمسجلة في قيد البورصة تضع تحت تصرف مشتري الأوراق المالية، مصالح تسيير سجلات المساهمين، تحويلات الأوراق المالية ودفع توزيعات الأرباح.

ويتعين على هذه المصالح إتلاف الأوراق القديمة وإصدار أخرى جديدة باسم المالكين الجدد. وفي الحالة التي يرغب فيها المساهم الجديد على أن تكون بحوزته أوراقا مجسدة، فإنه بإمكانه طلب تسجيل الأوراق في حساب. وفي كل الحالات، يتعين على الشركة إجراء تغيير الملكية على سجل المساهمين.

1-1-5: الشركات المقيدة في بورصة الجزائر

شهدت بورصة الجزائر منذ إنشائها تقييد سبع شركات، تنتمي ثلاثة منها لسوق الأسـهم أمـا الشركات الأربع الأخرى فهي مقيدة في سوق السندات. غير أن الشركات التي مازالت مسـعرة إلـى يومنا هذا، نجد منها شركتين فقط في سوق الأسهم وثلاث شركات تتـداول سـنداتها بـين جمهـور المستثمرين في السوق السندي.

وتتمثل هذه الشركات في الآتي:
- مجمع رياض سطيف (تم شطبها من التداول في التسعيرة الرسمية)؛
- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي؛
- مجمع صيدال*؛
- شركة سوناطراك (انتهت مدة استحقاق القرض السندي).
- شركة الخطوط الجوية الجزائرية؛
- اتصالات الجزائر؛
- الشركة الوطنية للكهرباء والغاز –سونلغاز-.

1-1-5-1: سوق الأسهم

1-1-5-1-1: مجمع رياض سطيف

يعتبر مجمع رياض سطيف من أولى المؤسسات التي دخلت إلى بورصة الجزائر، حيث كان ذلك بتاريخ 17 جويلية 1999 بطرحها أسهم للاكتتاب العام. ولقد انبثقت المؤسسة نتيجة عملية إعادة الهيكلة لشركة سمباك سنة 1983، والتي تم تقسيمها إلى خمسة مؤسسات (الجزائر، قسنطينة، سيدي بلعباس، تيارت وسطيف) تختص في الأساس بتحويل الحبوب ومشتقاتها، حيث كانت ضمن أول دفعة من المؤسسات التي مرت إلى الاستقلالية سنة 1990، وعلى إثر ذلك تحولت إلى شركة مساهمة برأسمال اجتماعي يقدر بمائة مليون دينار جزائري في 02 أفريل 1990 وقد ارتفع ليصل في سنة 1993 إلى 850 مليون دينار جزائري مقسم إلى 850 سهم اسمي. وقد تم نقل أسهم المؤسسة بالكامل لفائدة الشركة القابضة للصناعات الغذائية بتاريخ 18 جانفي 1997، بعدما كانت تابعة قبل ذلك لصندوق المساهمة للصناعات الغذائية.

وفي إطار برنامج خصخصة المؤسسات العمومية أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة موافقته على إدخال الشركة إلى البورصة عن طريق رفع رأسمالها الاجتماعي. وبناء على هذه الموافقة وبانعقاد الجمعية العامة غير العادية للمجمع بتاريخ 29 أفريل 1998 تم اتخاذ قرار رفع رأسمال الشركة بالدخول للبورصة.

ولتوضيح معلومات حول الشركة ودخولها للبورصة، يتم تقديم البطاقة الفنية الآتية:

*- سيتم التطرق لمجمع صيدال في المبحث الثاني من هذا الفصل، باعتباره سيكون محل دراسة حالة.

الجدول رقم:(09-01): بطاقة فنية لمجمع رياض سطيف

اسم الشركة	المؤسسة الصناعية للحبوب ومشتقاته شركة ذات أسهم – رياض سطيف
رأس المال الاجتماعي	شركة مساهمة برأسمال اجتماعي 5000.000.000 دينار جزائري
طبيعة العملية	رفع رأس المال عن طريق الدعوى العمومية للادخار والمقدر بنسبة 20 % من رأسمالها الاجتماعي
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين	5180 مساهم جديد
المساهم ذو الأغلبية	الشركة القابضة للصناعات الغذائية بنسبة 80 %
العملية المنجزة	إصدار مليون سهم اسمي جديد بقيمة اسمية 1000 دج وبقيمة إصدار 2300 دج
تاريخ العرض	من 02 نوفمبر إلى 15 ديسمبر 1998
تأشيرة اللجنة	التأشيرة رقم 98-01 بتاريخ 17 جوان 1998
تاريخ الدخول إلى البورصة	17 جويلية 1998
تاريخ أول تسعيرة	13 سبتمبر 1999

المصدر: www.cosob.org -

إلا أن الوضعية المالية للشركة بدأت تسوء وانعكس ذلك على ركود شبه تام لسـهمها، حيـث نجده لم يسجل أي تسعيرة في سنة 2005، الأمر الذي نجده قد سجل في تقرير اللجنة السـنوي لسـنة 2005، حيث نلحظ أن هناك إشارة "بأن الشركة تشهد وضعية مالية صعبة تجعل من بقائها في جدول التسعيرة غير مضمون"[29]. لهذا تم توقيفها من التسعيرة الرسمية ليتم شطبها بشكل نهائي منها بتـاريخ 06 ديسمبر 2006[30]. وبذلك يزداد وضع البورصة سوء بزيادة ضيقها، ويتقلص بذلك حجم رسـملتها البورصية، الذي كان يبلغ في سنة 2005 عشر ملايير وأربعمئة مليون دج، حيث تمثل حصة رسـملة شركة رياض سطيف ما يقارب النصف، وذلك بمبلغ خمسة مليار دج.[31]

1-1-5-1-2: مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

تنشط هذه المؤسسة في قطاع الخدمات، وبالتحديد في الفندقة، وتم تحويل ملكية مؤسسة تسـير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات في إطار عملية إعادة هيكلة المؤسسات من خلال إنشاء الشركات القابضة التي حلت محل صناديق المساهمة، إذ تم ذلك بموجب المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، وبموجب ذلك قامت المؤسسة برفع رأسمالها لدعم قدرتها المالية، عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، حيث أصبح رأسمالها يقدر بـ 1.5 مليار دينار جزائري. وفي إطـار برنامج الخصخصة المسطر من طرف الدولة والرامي إلى تنشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية سنة 1999 طرح جزء من رأس مال المؤسسة، تمثل في نسبة 20% للاكتتاب العام.

وفيما يلي بطاقة فنية للشركة -المسعرة في بورصة الجزائر- ، تظهر أهم المعلومات المتعلقة بها وبدخولها للبورصة.

---

[29]- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2005، ص 3 . في www.cosob.org

[30]) - www.cosob.org consulte le 02/08/2007.

[31]- المعلومات الرقمية من: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2005، ص 19. في www.cosob.org

الجدول رقم: (09-02): بطاقة فنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي

اسم الشركة	مؤسسة تسير فندق الأوراسي
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي يقدر بـ 1.5 مليار دج
طبيعة العملية	تمت بتقنية لعرض العمومي للبيع **OPV** بسعر ثابت لما نسبته 20 % من رأسمالها الاجتماعي، أي ما يعادل 1.200.000 سهم.
طبيعة الأسهم	الأسهم اسمية
عدد المساهمين	10800 مساهم جديد
المساهم ذو الأغلبية	الشركة العمومية القابضة للخدمات بـ 80% من رأس المال
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 1.2 مليون سهم بقيمة اسمية 250 دج وبسعر إصدار 400 دج
تاريخ العرض	من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999
تأشيرة اللجنة	التأشيرة رقم 99-01 بتاريخ 24 ماي 1999
تاريخ الدخول إلى البورصة	20 جانفي 2000
تاريخ أول تسعيرة	14 فيفري 2000

المصدر: www.cosob.org

1-1-5-2: سوق السندات**

1-1-5-2-1: القرض السندي لشركة سوناطراك[32]

تعتبر سوناطراك الشركة الكبرى بالجزائر، كما تحتل المرتبة السابعة عالميـا، حيـث قامـت بطرح سندات للاكتتاب العام بمبلغ خمسة ملايير دينار جزائري.

في 23 جانفي صادق المجلس الوطني للطاقة على الملف المتعلق بالقانون الأساسـي لشـركة سوناطراك وإعادة تنظيم القطاع البترولي، والذي بمقتضاه تم تحويل سوناطراك ودون إنشاء شـخص معنوي جديد إلى شركة مساهمة، حيث تعود ملكية رأسمالها للدولة وحدها، وفي نفس الوقت تحكم هذه الشركة قواعد القانون التجاري بغية تحقيق مرونة أكبر وفعالية بخصوص سيرها، وذلك فـي مجـال تخصصها المتمثل في البحث عن المحروقات ومشتقاتها من إنتاج، نقل، تحويل وتسويق هذه المـواد، كما تم اتخاذ تدابير جديدة تم بمقتضاها إلحاق أنشطة التكرير والبترو- كميائية والتوزيع بسـوناطراك، والغرض من ذلك هو تزويد الجزائر بمجموعة بترولية ذات شأن على المسـتوى العـالمي بإمكانهـا مواجهة المعطيات الجديدة للسوق البترولية العالمية.

وقد وصل رأس المال الاجتماعي لشركة سوناطراك إلى 257 مليار دينار جزائري، كما أن حجم الاستثمارات خلال السنوات من 2000 إلى 2004 قدرت بأكثر من 20 مليار دولار أمريكي حيث تقدر احتياجاتها التمويلية السنوية بحوالي 100 مليار دينار جزائري، والتي ينبغي توجيهها نحو

** - للإشارة سنتناول في هذا العنصر المتعلق بسوق السندات في الجزائر السندات المسعرة والمتداولة في البورصة الموجهة للجمهور، ذلك أنه ضمن سوق السندات قد تم إصدار سندات خارج التسعيرة في صيغة التفاوض Gré a gré حيث نجدها موجهة للبنوك والمستثمرين التأسيسيين، حيث نجد قرض الشركة الخاصة سيفيتال، قرض الشركة الوطنية لحفر الآبار شركة تابعة لسوناطراك، قرض اتصالات الجزائر، قرض سونالغاز،... لمزيد من الاطلاع أنظر إلى: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2005، ص ص: 21-24 . في www.cosob.org

(32 - محمد براق، مرجع سابق، ص ص: 399- 400.

البرنامج الاستثماري الذي ينتظر منه إحداث إنعاش اقتصادي في القطاع، وفي غيره من القطاعات الأخرى.

لقد كان الهدف من وراء دخول شركة سوناطراك إلى البورصة السماح لسوق رأس المال أن تنطلق وفتح الطريق أمام الشركات الأخرى العامة منها والخاصة.

ومن أبرز خصائص القرض السندي لشركة سوناطراك ما يلي:
- تحقيق عامل الأمان بالنظر للشهرة والسمعة العالمية التي تتمتع بها سوناطراك.
- ذو مردودية عالية حيث تقدر نسبة الفائدة 13 % لمدة خمسة سنوات مع منحة عند الإصدار تبلغ 2.5 %.
- سهولة تسويق وسيولة السند، حيث يضمن أعضاء نقابة الإصدار سيولة الورقة الممثلة للقرض السندي.
- يمنح تحفيزات جبائية، حيث يشتري المكتتب هذه الأوراق دون أن يدفع عمولات ولا رسوم على القيمة المضافة، كما أن الفائدة المستحقة على السند هي معفاة من الضريبة.

وعموما، استوفى القرض السندي لسوناطراك مدة استحقاقه، التي دامت 05 سنوات.

1-1-5-2-2: شركة الخطوط الجوية الجزائرية Air Algérie

قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية –الشركة الجزائرية الوحيدة في مجال الملاحة الجوية- بطرح ماقيمته 14.18 مليار دج في شكل سندات عادية للاكتتاب العام في بورصة الجزائر، حيث تبلغ مدة هذا القرض السندي ست (06) سنوات، وبذلك يتم استحقاقه 01 ديسمبر 2010 ، وقد تم تحديد فترة الاكتتاب العام من 02 نوفمبر إلى غاية 09 ديسمبر في وكالات البنوك التجارية العمومية (BNA, BEA, CPA, BDL et BADR) حيث حددت القيمة الاسمية للسند بـ10.000دج، بحيث تم تحديد الحد الأدنى للاكتتاب بـ50.000دج وبمعدل فائدة متزايد؛ ففي سنتي 2005 و2006 يتم منح 3.75%، بالنسبة لسنتي 2007 و2008 ستمنح 4.5%، أما في السنتين الأخيرتين 2009 و2010 سيتم منح 6% ، أي بمتوسط معدل فائدة سنوي يقدر بـ4.75% ، ويتم توزيع الفوائد على المستثمرين حملة السندات بشكل سنوي (عند كل 01ديسمبر من كل سنة)، ولقد كان أول دخول للسند لتسعيرة البورصة في 12 فيفري 2007، حيث سجل سعر تداوله 100.90دج في تلك الجلسة[33].

إن هذا الإجراء المتبع من طرف هذه الشركة في تطبيق معدل فائدة متزايد من شأنه تشجيع المستثمرين، وفي نفس الوقت السماح للشركة بتسيير مالي متوازن لمشاريعها المراد تمويلها بواسطة هذا القرض، باعتبار أن المداخيل تؤول إلى الارتفاع من سنة إلى أخرى عموما، ومن ثم تصبح موافقة لتكلفة الديون التي تتحملها الشركة.

وعموما، كان الهدف من وراء إصدار هذا النوع من التمويل المتمثل في القرض السندي هو تحديث الأسطول الجوي للشركة من خلال المساهمة بشكل جزئي في برنامج اقتناء أربع (04) طائرات حديثة من شركة "ايرباص" من طراز A 330-200 ، بالإضافة لاقتناء محركات وقطع غيار خاصة بهذه الطائرات، حيث كان من المتوقع استلام هذه الطائرات في بداية سنة 2005[34]. يدخل هذا الاستثمار الضخم في إطار التحسين والتحديث التدريجي لأسطول الشركة ومواكبة التكنولوجيا في

[33] - www.cosob.org consulté le 02/08/2007.
[34] - Idem.

مجال الملاحة الجوية المرتبطة بنقل المسافرين، قصد الحفاظ على الخطوط التقليدية، خاصة الخارجية منها بعد ما أصبح تواجد كبير للشركات الأجنبية في الجزائر، مما يضع الشركة أمام منافسة حقيقية.

1-1-5-2-3: شركة اتصالات الجزائر ALGERIE TELECOM SPA

بعد تحول إدارة البريد والمواصلات من خلال هيكلتها، التي تمخض عنه مؤسستان تخضعان لقواعد القانون التجاري، يتمثلان في بريد الجزائر مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري EPIC واتصالات الجزائر شركة ذات أسهم –مؤسسة اقتصادية عمومية-، قامت هذه الأخيرة في إطار تطوير شبكة الهاتف النقال (الخلوي) لشركتها الفرعية "موبيليس" MOBILIS ، لكسب موقع تنافسي جيد في ظل وجود مشغلين آخرين(أجنبيين) للهاتف النقال، ومع احتمال دخول آخرين في ظل انفتاح قطاع الاتصالات، بطرح سندات للاكتتاب العام من النوع العادي لتمويل جزء من البرنامج المشار إليه لفرعها، بالإضافة لبعض الاستثمارات المراد القيام بها للشركة الأم "اتصالات الجزائر".

ولقد تم تحديد حجم القرض السندي بـ 20 مليار دج مع إمكانية زيادته ليصل لـ25 مليار دج، كما تم تحديد القيمة الاسمية للسند بـ 10.000دج لمدة خمس (05) سنوات من تاريخ 17 أكتوبر 2006 إلى غاية تاريخ 17 أكتوبر 2011 تاريخ استحقاقه، كما حدد معدل الفائدة في شكل تصاعدي بحيث يكون كما يلي؛ 4% للسنة الأولى والثانية، 4.5% للسنة الثالثة والرابعة و7.90 % للسنة الخامسة والأخيرة، بمتوسط معدل فائدة سنوي يقدر بـ4.81% ويتم دفع الفوائد بشكل سنوي[35]. يهدف تطبيق المعدل بشكل تصاعدي لنفس ما تم الإشارة له عند عرض شركة الخطوط الجوية الجزائرية.

1-1-5-2-4: الشركة الوطنية للكهرباء والغاز –سونلغاز-SONELGAZ [36]

لغرض توسعها وتطوير شبكة الكهرباء ونقل الغاز وزيادة الطاقة الكهربائية الناتج عن زيادة الطلب، قامت هذه الشركة التي تحتكر قطاع الكهرباء والغاز في الجزائر بطرح سندات عادية لتمويل جزء من برنامجها الاستثماري للسنوات الثلاث القادمة، حيث بلغت قيمة القرض السندي 10مليار دج وقد تصل إلى 15 مليار دج في شكل سندات لحاملها، حيث حددت قيمتها الاسمية بـ10.000دج لمدة ست (06) سنوات من تاريخ 22 ماي 2005 إلى غاية 22 ماي 2011 تاريخ استحقاقه، ولقد اعتمد بمعدل فائدة متزايد، حيث حدد كما يلي لست سنوات؛ (3.5%، 3.75%، 4%، 4.25%، 5% و7%) على التوالي يتم تسديد فائدة بشكل سنوي(22 ماي من كل سنة). ولقد حددت مدة الاكتتاب بالفترة ما بين 22ماي إلى غاية 23 جوان 2005 بحد أدنى للاكتتاب لكل شخص يقدر بـ 20.000دج. وقد كان هذا القرض السندي موجه لجمهور المستثمرين من أفراد ومؤسسات باستثناء البنوك والمستثمرين التأسيسيين.

1-2: عرض وتحليل الاستبيان: تقييم المؤسسة وعلاقته بالاستثمار المالي

نحاول في هذا الجزء من الاستبيان معرفة آراء أفراد العينة الممثلين في المحاسبين والأكاديميين المختصين في مجال المحاسبة والمالية، حول بعض القضايا المرتبطة بتقييم المؤسسات لغرض الاستثمار المالي، ومعرفة مدى اتفاقهم مع ما تم التوصل إليه في الجانب النظري، بافتراض أنهم قد يكونون من الفاعلين في بورصة القيم في مجال التحليل المالي، أو على الأقل من المتتبعين في حال

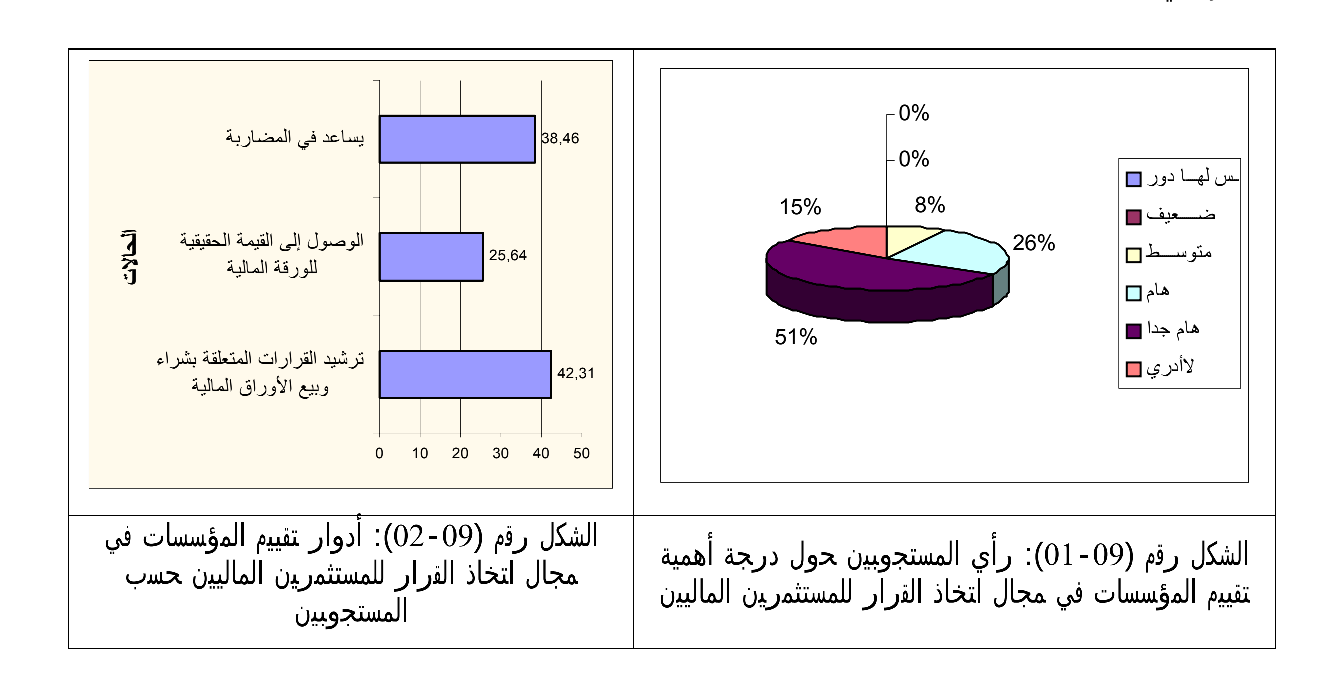
[35] - Idem.
[36] -Idem.

تطورها واتساعها. يحتوي هذا الجزء من قائمة الاستبيان على مجموع الأسئلة الممتدة من السؤال الواحد والعشرين (21) إلى غاية السؤال الثامن والعشرين (28).

وقبل الخوض في استعراض وتحليل نتائج الاستبيان، لا بأس أن نذكر بالفرضيات التي يقوم عليها هذا الجزء من الاستبيان، والمتمثلة فيما يلي:

- يؤدي تبني تقييم المؤسسة من طرف المستثمرين الماليين إلى ترشيد مختلف قراراتهم المتخذة بشأن الاستثمار المالي؛
- يساهم تبني تقييم المؤسسة من طرف المستثمرين الماليين في تفعيل كفاءة بورصة القيم؛
- لقد أدى الضيق الشديد لبورصة قيم الجزائر لتجاهل أهمية عملية التقييم من طرف المستثمرين الماليين.

أولا: بالنسبة للسؤال الحادي والعشرين (21)، والمتعلق بمعرفة درجة أهمية تقييم المؤسسات في مجال اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين بالبورصة، كانت إجابات أفراد العينة بخصوص ذلك على النحو الآتي؛ هام جدا 51% ، هام 26%، متوسط الأهمية 08%، ضعيف الأهمية وليس لها دور لم يحصلا على أي إجابة، بينما البقية والمتمثلة في 15% من مجموع المستجوبين اكتفوا بعدم الدراية. الشكل رقم (09-01). يتضح من خلال هذه النتائج بأن أفراد العينة يدركون جيدا أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين في البورصة، باعتبار أن ما نسبته 76% من مجموعهم أكدوا أهميته (مهم جدا ومهم)، ولم يشر أي فرد على ضعف أهميته، أو نفي دوره بشكل مطلق في هذا المجال.



الشكل رقم (09-01): رأي المستجوبين حول درجة أهمية تقييم المؤسسات في مجال اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين

الشكل رقم (09-02): أدوار تقييم المؤسسات في مجال اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين حسب المستجوبين

ثانيا: يرتبط السؤال الثاني والعشرون (22) بالسؤال السابق، حيث يبحث في أدوار تقييم المؤسسات في اتخاذ القرار من وجهة نظر أفراد العينة الذين أقروا بأهمية دوره. ولقد جاءت نتائج ذلك كما يبينها الجدول رقم (09-01) والشكل رقم (09-02).

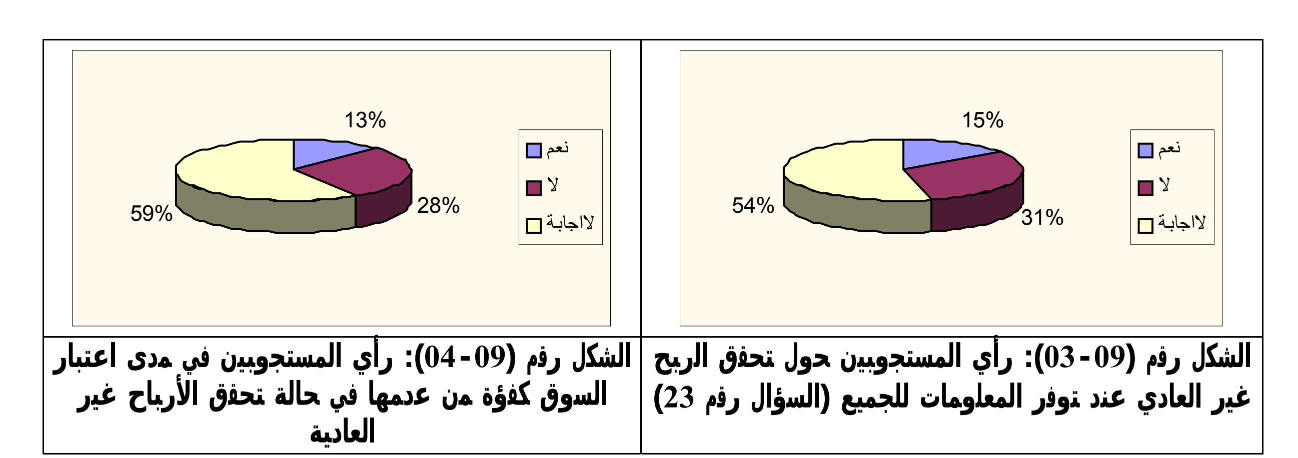
الجدول رقم (09-03): أدوار تقييم المؤسسات في مجال اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين

الأدوار	التكرار	النسبة%
ترشيد القرارات المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية	42	**53.85 -1**
الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية عقب دخول معلومات جديدة للسوق	26	33.33
يساعد في المضاربة، بمعنى البحث عن فوارق القيمة (بين السعر المسجل والقيمة الحقيقية المحسوبة)	30	38.46
أدوار أخرى	0	-

ما يلاحظ من خلال الجدول أن الأدوار التي يضطلع بها تقييم المؤسسات في مجال اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمرين الماليين، قد حظيت بنسب يمكن قبولها حيث أن أقلها حصلت على الثلث من مجموع المستجوبين والمتمثل في "الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية عقب دخول معلومات جديدة للسوق"، بينما أعلاها فقد حصل على أكثر من النصف بقليل والمتمثل في "ترشيد القرارات المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية".

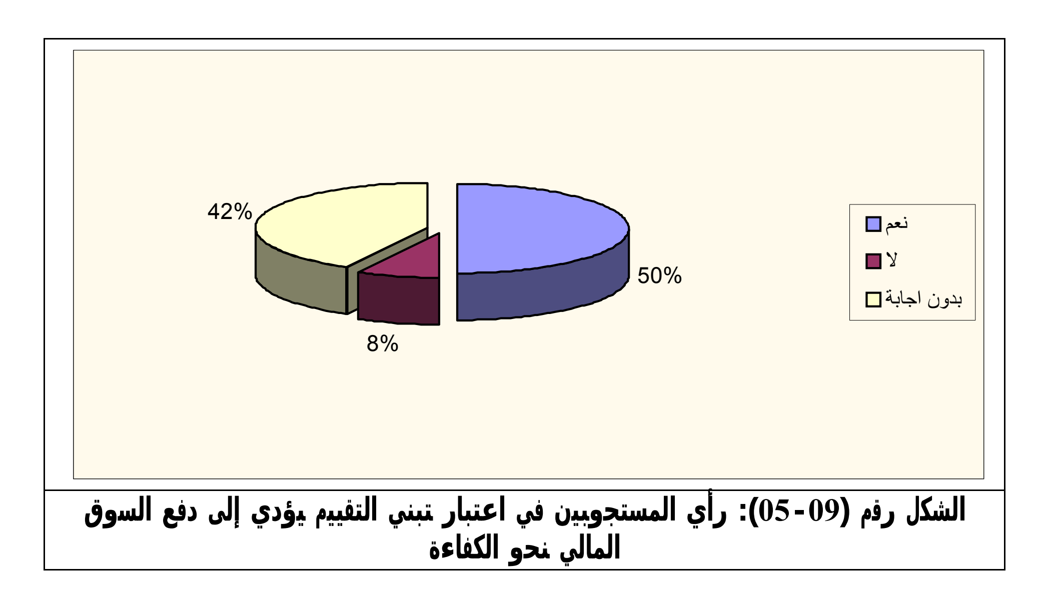
ثالثا: يحاول السؤال الثالث والعشرون (23) معرفة رأي المستجوبين حول ما إذا كانت تنتج الأرباح غير العادية (فوارق القيمة: الفرق بين السعر المسجل والقيمة الحقيقية للورقة المالية) في حالة ما إذا توفرت المعلومات لجميع المستثمرين في نفس الوقت واستطاعوا أن يحللوها ويقيموا وفقها الورقة المالية. فبشأن ذلك أجاب ما نسبته 15% بنعم، بينما نفى ذلك ما نسبته 31%، أما البقية والمتمثلة في ما نسبته 54% فقد اكتفت بعدم الدراية. الشكل (09-03). يتبين من هذه النتائج أن حوالي ثلث المستجوبين فقط نفوا إمكانية تحقيق الأرباح غير العادية في حال توفر المعلومات للجميع، مقابل الربع الذين رأوا بإمكانية تحقيقها في ظل نفس الظروف، وعلى ذلك نستنتج حسب رأي الأغلبية المجيبة عدم تحقق الأرباح غير العادية في ظل توفر المعلومات، ومما يلاحظ بأن نسبة كبيرة من المستجوبين والتي بلغت النصف اكتفت بعدم الدراية، وسبب ذلك في رأينا غموض الفكرة عند هؤلاء المستجوبين نظرا لتميزها بالتخصص وتطلبها لشدة في التركيز.

وفي سؤال للمستجوبين حول إمكانية اعتبار تميز السوق بالكفاءة في حالة تحقق الأرباح غير العادية، لم تختلف النتائج عن ما سبق كثيرا، حيث أجاب ما نسبته 13% من مجموع المستجوبين بالتأكيد على ذلك (نعم)، بينما نفى ما نسبته 28% ذلك، وبقي ما نسبته 59 % على الحياد (عدم الدراية). الشكل رقم (09-04). ما يلاحظ بأن 28 % من المستجوبين تنفي خاصية كفاءة السوق في حال تحقق الأرباح غير العادية وهو ما يتوافق مع ما تم التوصل إليه في الجانب النظري من الدراسة، وتعتبر هذه النسبة مقبولة إلى حد ما باعتبار أن هذين السؤالين هما من الأسئلة المفخخة، والتي جعلت أكثر من نصف المستجوبين لا يجيبون عليها، ناهيك عن تميزها بالجانب التقني، والتي تتطلب دقة كبيرة في التركيز والاطلاع المسبق.



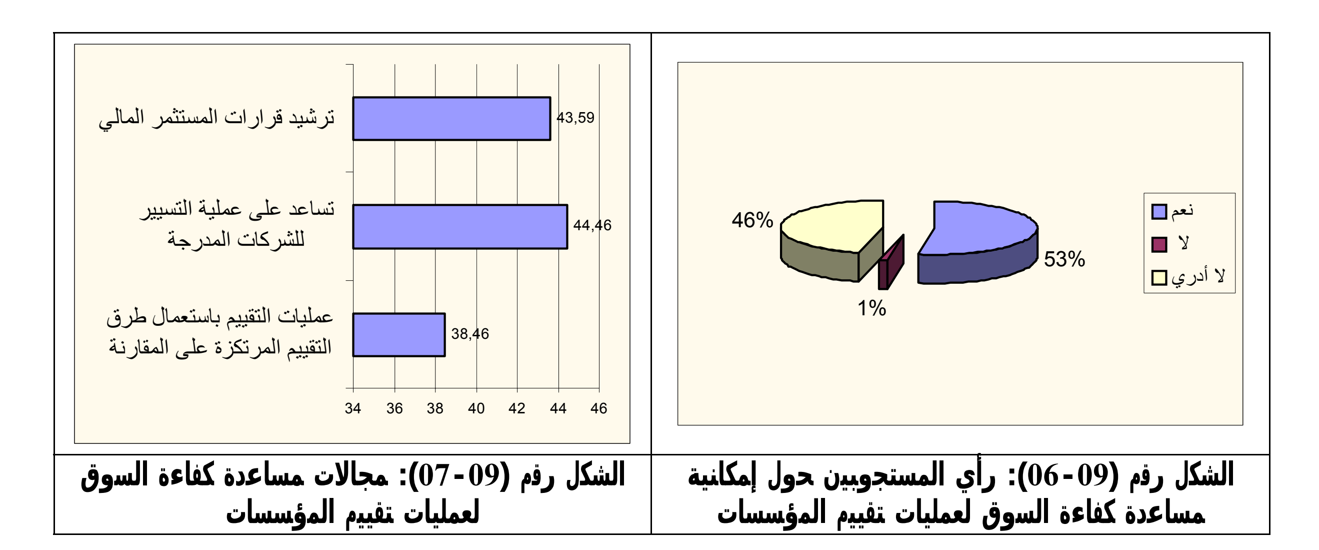
الشكل رقم (09-03): رأي المستجوبين حول تحقق الربح غير العادي عند توفر المعلومات للجميع (السؤال رقم 23)	الشكل رقم (09-04): رأي المستجوبين في مدى اعتبار السوق كفؤة من عدمها في حالة تحقق الأرباح غير العادية

رابعا: ويتعلق الأمر بالسؤال الرابع والعشرين (24)، والذي يحاول معرفة رأي أفراد العينة في الموافقة من عدمها على "أن تبني عملية التقييم لدى جميع المستثمرين عند تحليلهم للمعلومات بشكل مستمر، وسعيهم الدائم للبحث عن المضاربة (فرق القيمة) هو أحد الدوافع التي تجعل السوق تتمتع بالكفاءة". حيث وافق (نعم) ما نسبته 50% من مجموع المستجوبين على ذلك، بينما نفى ذلك ما نسبته 08%، أما البقية والمتمثلة في 42% اكتفت بعدم الدراية. الشكل رقم (09-05). نلاحظ أن نصف المستجوبين أكدوا على أن عملية تبني التقييم من طرف جميع المستثمرين ستدفع بالسوق المالي نحو الكفاءة، مقابل نسبة ضئيلة نفت ذلك، وعليه تأكد هذه النتيجة ما تم التوصل إليه في الجانب النظري من الدراسة.



الشكل رقم (09-05): رأي المستجوبين في اعتبار تبني التقييم يؤدي إلى دفع السوق المالي نحو الكفاءة

خامسا: ويتعلق الأمر بالسؤال الخامس والعشرين (25) الذي يحاول أن يستطلع آراء أفراد العينة في إمكانية مساعدة السوق الكفؤة لعمليات التقييم بشكل عام من عدمها. ففي هذا الشأن أيد ما نسبته 53% ذلك (نعم)، بينما رأى ما نسبته 01% فقط عكس ذلك (لا)، واكتفى البقية والمقدرة بنسبة 46%من مجموع المستجوبين بالحياد حيال ذلك (عدم الدراية). الشكل رقم (09-06).



الشكل رقم (09-06): رأي المستجوبين حول إمكانية مساعدة كفاءة السوق لعمليات تقييم المؤسسات

الشكل رقم (09-07): مجالات مساعدة كفاءة السوق لعمليات تقييم المؤسسات

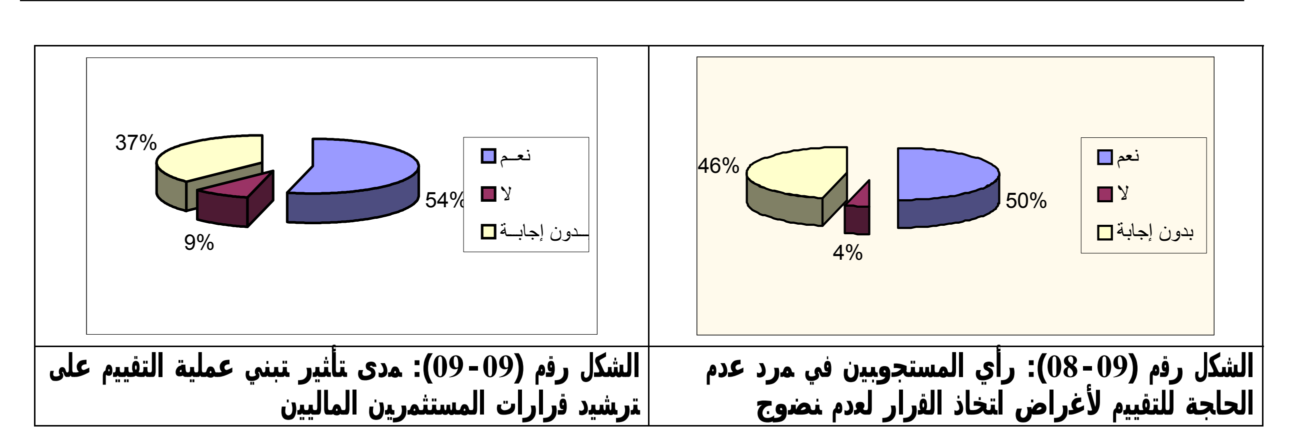
أما فيما يرتبط بمجالات مساعدة السوق الكفؤة لعمليات تقييم المؤسسات بشكل عام حسب رأي المستجوبين فيبينها الجدول رقم (09-02) والشكل رقم (09-07).

الجدول رقم (09-04): مجالات مساعدة كفاءة السوق لعمليات تقييم المؤسسات

المجـــالات	التكرار	النسبة%
تقييم الشركات المدرجة وغير المدرجة في البورصة، باستعمال طرق التقييم المرتكزة على المقارنة	30	38.46
تساعد في التسيير للشركات المدرجة في البورصة، ذلك لأن القيمة السوقية المسجلة ستصبح معبرة عن القيمة الحقيقية	35	44.87
تساعد على ترشيد قرارات المستثمر المالي، باعتبار أن السعر المسجل يعكس الوضعية (القيمة) الحقيقية للشركات (معلومات سيئة أو جيدة منعكسة في السعر)	34	43.59
مجالات أخرى	0	-

نلاحظ من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (09-02) أن نسب المستجوبين بخصوص المجالات التي من خلالها تساعد كفاءة السوق عملية تقييم المؤسسات نعتبرها مقبولة باعتبارها قد حازت على أكثر من الثلث من مجموع المستجوبين، وذلك باعتبار أن من صوتوا بعدم الدراية على السؤال المتصل بذلك رقم (25) تكاد تصل نسبتهم إلى النصف 46%، وعلى هذا الأساس، يمكن اعتماد هذه المجالات المصوت عليها من طرف المستجوبين.

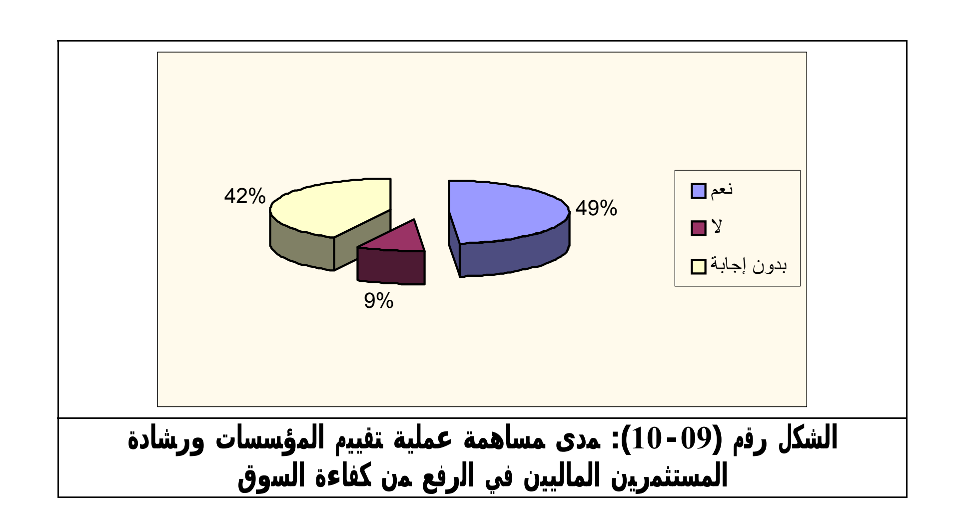
سادسا: أما بخصوص السؤال السادس والعشرين (26) والذي يحاول معرفة آراء أفراد العينة حول الموافقة من عدمها على الآتي؛ "لم تظهر الحاجة الكبيرة في الجزائر لتقييم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين بسبب الضيق الشديد وعدم نضوج بورصة القيم"، نجد أن 50%من مجموع المستجوبين وافقوا على ذلك (نعم)، بينما ذهب ما نسبته 04 % فقط لعدم الموافقة على ذلك (لا)، أما البقية المقدرة بنسبة 46% أجابت إزاء ذلك بعدم الدراية. الشكل رقم (09-08).



الشكل رقم (09-08): رأي المستجوبين في مرد عدم الحاجة للتقييم لأغراض اتخاذ القرار لعدم نضوج	الشكل رقم (09-09): مدى تأثير تبني عملية التقييم على ترشيد قرارات المستثمرين الماليين

سابعا: ويتعلق الأمر بالسؤال السابع والعشرين (27) الذي أكد فيه (نعم) ما نسبته 54% من مجموع المستجوبين على أن تبني عملية تقييم المؤسسات من طرف المستثمرين الماليين ستؤدي إلى ترشيد قراراتهم، بينما نجد أن 09 % منهم نفت ذلك (لا)، أما 37 % من مجموع المستجوبين لم تجب على ذلك (لا أدري). الشكل رقم (09-09).

ثامنا: وحول السؤال الثامن والعشرين (28)، فقد أكد ما نسبته 43% من مجموع المستجوبين بأن عملية تقييم المؤسسات ورشادة المستثمرين الماليين ستساهم في رفع كفاءة السوق (بورصة القيم)، في حين نفى 03% من المستجوبين ذلك، أما النسبة الباقية من المستجوبين، والمتمثلة في 42% فقد أشرت على خانة عدم الدراية. الشكل رقم (09-10).



الشكل رقم (09-10): مدى مساهمة عملية تقييم المؤسسات ورشادة المستثمرين الماليين في الرفع من كفاءة السوق

من خلال دراسة وتحليل إجابات أفراد العينة في هذا الجزء من الاستبيان، يمكن ملاحظة أن جميع الأسئلة من النوع المغلق تقريبا (تحتمل إجابة بنعم، لا أو لا أدري) صوتت بشأنها نسبة كبيرة من أفراد العينة بعدم الدراية، إذ تصل تقريبا إلى نصف المستجوبين (السؤال رقم (23) 54%، السؤال رقم (24) 42% مثلا)، على عكس ما تم ملاحظته في الأجزاء الأخرى من الاستبيان المعروضة في الفصل السابق، حيث كانت عدم الدراية نسبتها أقل بكثير من ذلك.

ويعزى ذلك في نظرنا إلى طبيعة هذا الجزء من الدراسة، باعتباره يمتاز بجانبه التقني الذي يتطلب الدقة في التركيز من جهة، وباعتباره موضوعا جديدا بالنسبة لأفراد العينة، خاصة بالنسبة للمهنيين (المحاسبين) الذين قد لا يكونون مطلعين عليه بما فيه الكفاية، من جهة أخرى. فهذه الأسباب قد تقلل من نتائج هذا الجزء من الدراسة، بالنظر لعدم حصول على إجماع فيما يرتبط بالقضايا

المعالجة، غير أنه يمكن في هذا الإطار، أن نخلص إلى نتيجة تتمثل في أن موضوع تقييم المؤسسات وعلاقته بالاستثمار المالي يعتبر موضوعا غير مطلع عليه بما فيه الكفاية في جانبه النظري ولا يحظى باهتمام من طرف جزء لا بأس به من أفراد العينة، علاوة على عدم تطبيقه على أرض الواقع. فعدم ممارسته على أرض الواقع من خلال الأدوات والمناهج المتعارف عليها في البورصة هي التي جعلت هذا الجزء الكبير من أفراد العينة لا يجدون دافعا في الاطلاع عليه ولا يولون اهتماما له. وهذا كله يرجع لحداثة تجربة البورصة في الجزائر وبقائها تراوح مكانها في مجال المحيط المساعد لها (صناع السوق، المحللون الماليون، تنوع المعلومات، الصحافة والإعلام المتخصص في مجال الاقتصاد وأسواق المال،....).

اختبار الفرضيات

أولا: بعد تحليل إجابات أفراد العينة فيما يرتبط بالسؤال رقم 21 ، السؤال رقم 22 والسؤال رقم 27 نجد أن نتائجها ترتبط بإحدى فرضيات هذه الدراسة والتي مؤداها " **يؤدي تبني تقييم المؤسسة من طرف المستثمرين الماليين إلى ترشيد مختلف قراراتهم المتخذة بشأن الاستثمار المالي"،** حيث نجد أنه بعد تحليل السؤال رقم 21، اتضح بأن ما نسبته 76% أقروا أهمية دور تقييم المؤسسات في مجال اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين في البورصة، ومن ثم يتأكد جانبا من الفرضية المختبرة، يضاف لذلك تحليل إجابات السؤال رقم 22 الذي بينت نتائجه، بأن نسبة معتبرة تفوق نصف المستجوبين أقرت بأن لتقييم المؤسسات دور في ترشيد قرارات المستثمرين الماليين فيما يتعلق ببيع وشراء الأوراق المالية، بالإضافة لأدوار أخرى مرتبطة بهذا الدور ارتباطا وثيقا، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تحقق الفرضية المختبرة، ويقودنا للاحتفاظ بها. إذ يعزز ذلك أكثر، السؤال المباشر رقم 27 الذي أكد من خلاله نسبة معتبرة بواقع 54 %من مجموع المستجوبين بأن تبني عملية التقييم من طرف المستثمرين الماليين في البورصة ستؤدي إلى ترشيد قراراتهم.

ثانيا: بناء على تحليل إجابات أفراد العينة من خلال مختلف الأسئلة المطروحة، وبالتحديد السؤال رقم 28 ،22 و24 يمكن اختبار إحدى فرضيات هذا الجزء من الدراسة والتي مفادها "**يساهم تبني تقييم المؤسسات من طرف المستثمرين الماليين في تفعيل كفاءة بورصة القيم**". ففي السؤال رقم 28 أكد ما يقارب نصف المستجوبين بأن تبني عملية تقييم المؤسسات ورشادة المستثمرين ستؤدي إلى المساهمة في رفع كفاءة السوق (بورصة القيم)، وباعتبار أن تقييم المؤسسات يؤدي لترشيد القرارات المتعلقة ببيع وشراء الأوراق المالية المصدرة من طرف المستثمر المالي، والتي حظيت بنسبة تربو عن النصف في السؤال رقم 22 ، يضاف لذلك السؤال رقم 24 الذي أكد من خلاله نصف المستجوبين بأن تبني عملية التقييم لدى جميع المستثمرين عند تحليلهم للمعلومات بشكل مستمر، وسعيهم الدائم للبحث عن المضاربة هو إحدى الدوافع التي تدفع السوق نحو الكفاءة. من كل ذلك، يتبين أن النتائج تتطابق مع ما ذهبت إليه هذه الفرضية، الأمر الذي يقود للاحتفاظ بها.

ثالثا: بعد الوقوف على نتائج ما ذهب إليه أفراد العينة في هذا الجزء من الدراسة، وبعد تحليل الإجابات المتعلقة بالسؤال رقم 26 يمكن اختبار الفرضية التي مؤداها "**لقد أدى الضيق الشديد لبورصة قيم الجزائر لتجاهل أهمية عملية التقييم من طرف المستثمرين الماليين**". إذ أكد نصف المستجوبين في السؤال رقم 26 على أن السبب الذي أدى إلى عدم ظهور الحاجة الكبيرة (أهمية) تقييم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين هو الضيق الشديد وعدم نضوج بورصة القيم.

ولعل ما يمكن استنتاجه من هذا الجزء من الدراسة ظهور نسبة معتبرة من المستجوبين، تصل أو تقارب النصف اكتفوا بالتأشير على خانة عدم الدراية في جميع الأسئلة، حيث يظهر ذلك جهل فئة

كبيرة من أفراد العينة لجوانب تقنية ونظرية ترتبط بالتقييم لأغراض الاستثمار المالي بالأخص، وبموضوع التقييم وعلاقته ببورصة القيم عموما، وذلك بسبب عدم اتساع بورصة القيم وممارسة هذا النوع من التقييم على أرض الواقع، كما سبق الإشارة إلى ذلك، مما يعزز الفرضية السابقة. فانطلاقا من هذه النتائج، يمكن قبول هذه الفرضية والاحتفاظ بها.

1-3: أساليب تدخل ميدانية أخرى

ضمن منهج دراسة الحالة استعملنا الأدوات المتاحة، والمتمثلة في المقابلة الشخصية، بالإضافة للمشاهدة وتحليل الوثائق المتمثلة أساسا في النصوص التشريعية والتنظيمية المرتبطة بالبورصة، بالإضافة للتقارير السنوية المعدة من طرف لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة، وكذلك الاعتماد على بعض جداول التسعيرة الرسمية، أما عن المشاهدة فقد سمح تواجدنا في بورصة الجزائر، من تتبع إحدى الجلسات حيث مكنتنا من معرفة كيفية تسجيل الأوامر وتصفيتها.

1-3-1: المقابلة الشخصية

تم مقابلة شخصين لمدة ساعة تقريبا لكل منهما، حيث دار أغلب النقاش حول الأسئلة الواردة في الاستمارة بالإضافة إلى كيفية تسيير الحافظة الاستثمارية. ولقد تم التوصل إلى أغلب النتائج التي تم التوصل إليها في الاستبيان من خلال طرح الأسئلة على الشخصين اللذين ينشطان كوسيطين في عمليات البورصة من ذوي النشاط غير المحدود يعملان لحساب هيئتيهما، حيث أن الهيئتين عبارة عن بنكين تجاريين عموميين.

ومن خلال الأسئلة المطروحة عليهما استنتجنا ما يلي:

1. لقد تم التوصل لنفس النتائج المتوصل إليها في الاستبيان، عندما تم طرح أسئلة الاستبيان عليهما، مما يعزز ويؤكد أكثر تلك النتائج باعتبار أنهما يعملان في الميدان؛

2. بخصوص عملهما المتمثل في الوساطة في عمليات البورصة تبين أنهما يركزان من مجموع ما يسمح لهما القانون بممارسته من أنشطة -باعتبارهما من ذوي النشاط غير المحدود- على تنفيذ الأوامر لحساب الغير والذي يمثل الأصل في عمل الوسيط، بالإضافة لحسابهم الخاص، كما نجدهما يعملان كمسيرين للقيم المنقولة بموجب وكالة للمستثمرين الأفراد، أما عن نشاط الاستشارة في مجال القيم المنقولة فلا يتم تقديمه نظرا لعدم وجود الطلب عليه من طرف المستثمرين الأفراد أو المؤسسات بما فيها المستثمرون التأسيسيون؛

3. وبالنسبة لسؤال يتعلق بالآلية التي ترتكز عليها القرارات المرتبطة بتسيير الحوافظ المالية، باعتبار أنهم يقومون بتسيير حافظتهم الخاصة تحديدا والحوافظ الأخرى بمقتضى التوكيل، تبين ما يلي:
   1. يتم الاعتماد على القوائم المالية للشركات المسعرة الملزمة بنشرها قانونا، بالإضافة لتقرير النشاط لمعرفة ربحية الشركة وآفاق نموها بشكل سنوي ونصف سنوي، حيث من خلال ذلك يتم التعرف على التوجه الحقيقي لقيمتها، الأمر الذي يبين بأنهما يعتمدان على التحليل المالي لوضعية الشركات (التحليل الأساسي)؛
   2. بالنسبة للشراء والبيع الأسبوعي الذي يمثل جلسات بورصة الجزائر، فإنه غالبا ما يتم بناء على تحليل الجلسات السابقة، بالإضافة إلى اعتماد التخمين، وفي رأينا هذا العمل يقترب كثيرا لفكرة التحليل الفني عندما يتم اعتماد الماضي وتحليل معلومات الجلسات السابقة، غير انه ليس كافيا بالنظر لعدم الاعتماد على أساليبه وتقنياته المتعارف عليها لدى المحللين الماليين في البورصات العالمية؛

3. لقد اشتكى كلا المستجوبين من عدم فعالية تحليل وتقييم الأوراق المالية في بورصة الجزائر لنقص مصادر المعلومات بشكل دوري، حيث توجد فقط المعلومات المحاسبية التي تصدر في شكل سنوي ونصف سنوي، ولعدم جدواه -أصلا- للضيق الشديد للبورصة من حيث حجم التداول وعدد الشركات المتدخلة، الأمر الذي يقوض من استعمال أسلوبي التحليل الأساسي والفني بكامل منهجيتهما.

4. وبالنسبة للسؤال حول مدى تمثيل الأسعار المسجلة في البورصة للقيمة الحقيقية للأسهم فكلاهما نفى ذلك، أما عن الأسباب فقد أرجعوها لما تم ذكره سابقا من نقص المعلومات، الشراء والبيع بناء على التخمين وكذلك إلى نقص حجم التداول (عدم السيولة)، والذي تم إيعازه لنقص التجربة في مجال القيم المنقولة، وعدم نضج الثقافة البورصية لدى جمهور المستثمرين خاصة من الأفراد، بالإضافة لعدم وجود المستثمرين التأسيسيين الذين يؤسسون لهذا الغرض، بالرغم من أن المشرع نص عليها، أو عدم إقبال من ينشطون منهم في الساحة ممثلين في صندوق التقاعد وشركات التأمين.

5. أما عن الحلول التي يرونها مناسبة لتفعيل عملية تحليل وتقييم الأوراق المالية والاستثمار المالي، فقد أشارا إلى ضرورة المزيد من الإعلام والتحفيز والترويج للبورصة من طرف الهيئات المختصة، بالإضافة لتحفيز إدخال المزيد من الشركات الخاصة منها وخصخصة المؤسسات العمومية ذات الأداء الجيد عن طريق فتح رأسمالها، كما أشارا إلى إجراء وتأطير دورات تكوينية في مجال التحليل المالي وتسيير الحوافظ المالية.

2-3-1: تحليل الوثائق والملاحظة

لتعزيز الدراسة أكثر، تم اعتماد تحليل الوثائق والملاحظة كأسلوبين متاحين في إطار منهج دراسة الحالة، حيث تم تحليل بعض المعلومات ممثلة في مؤشرات وأحجام التداول السنوية، بالإضافة لتتبع الأسعار لفترة زمنية معينة، وذلك من خلال مصدرين للمعلومات هما؛ نشرات التسعيرة الرسمية التي تصدرها البورصة والتقارير السنوية المعدة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

نلاحظ من خلال الاطلاع على سلسلة لسنوات مختلفة للأسعار المسجلة أن هناك فترات متتابعة لا يتم فيها تحرك السعر، بالرغم من أن التداول يتم بشكل أسبوعي- فماذا لو كان بشكل يومي؟- (أنظر إلى الجدول رقم (09-05) وإلى التسعيرة الرسمية للبورصة بشكل عام).

قد يفسر ذلك في الوهلة الأولى على أنه نوع من الاستقرار، لكن الحال ليس كذلك، لأن الاستقرار يعني عدم تقلب الأسعار بشكل كبير ضمن مجال زمني معين، أما بالنسبة لما هو مسجل في بورصة الجزائر فهو عبارة عن ركود، والذي يرجع في الأساس لشح مصادر المعلومات من جهة؛ حيث نجد فقط المعلومات الملزم بنشرها قانونا، إذ يتم إصدارها بشكل نصف سنوي وسنوي، وعدم وجود جهات أخرى تقوم بتحليل أوضاع الشركات وتعطي توقعات دورية بشأنها كوسائل الإعلام المتخصصة ومكاتب المحللين الماليين،... ، ومن جهة أخرى لقلة حركية التداول الناجم عن عدم الإقبال على المضاربة من طرف المستثمرين ولتتبع نظام تسعير من طرف البورصة يعتمد على التسعير الثابت الذي ينتج عنه سعر واحد في الجلسة الواحدة، إذ أن هذه الأمور كلها تسبب هذا الركود الكبير.

الجدول رقم (09-05): أسعار تداول أسهم الشركات المسعرة في بورصة الجزائر لبعض الجلسات

الوحدة: دج

تاريخ جلسة التداول	رياض سطيف	صيدال	الأوراسي
00/02/14	2330	800	400
00/02/21	2300	800	400
00/02/28	2325	800	400
00/03/06	2305	800	400
00/03/13	2350	800	400
00/03/20	2300	795	405
00/06/05	2300	775	390
00/06/12	2300	775	390
00/06/20	2300	740	390
00/06/26	2300	760	390
00/07/03	2300	770	390
00/07/10	2300	800	380

المصدر: مستخرج من جداول التسعيرة الرسمية

من الجدول نلاحظ أن سهمي شركة الأوراسي و صيدال قد سجلا سعري: 400دج و800دج على التوالي لخمس جلسات تداول متتالية، وكذلك الحال بالنسبة لسهم رياض سطيف فقد سجل سعر 2300دج في جلسة 00/06/05 ممتدا ثباته في الجلسات اللاحقة لغاية الجلسة 00/10/30*، أي أن السعر بقى ثابتا بشكل مستمر لتسع وعشرين (29) جلسة، وهذه الحالة في ثبات الأسعار لفترات ليست بالقصيرة على مدار عدة جلسات نجدها تتكرر لجميع أسهم الشركات المسعرة**.

وعموما، يفسر ثبات الأسعار في كثير من جلسات التداول الأسبوعية في عدة فترات، بالضيق الكبير للبورصة وعدم انتشار (تشتت) الأوراق المالية لدى فئة كبيرة من المستثمرين المحترفين، بحيث أن أغلبها مملوك من طرف المؤسسات المالية العمومية والتي تعد على الأصابع، أضف إلى ذلك أن كثيرا من المستثمرين الأفراد بقوا محتفظين بأسهمهم منذ تاريخ الاكتتاب عليها، إذ يكتفون بالحصول على العوائد ممثلة في توزيعات الأرباح، هذا إن لم نقل أنهم لا يعيرونها اهتماما، ذلك أن عددا لا بأس منهم هم أشخاص يقومون بأنشطة تجارية قاموا بالاكتتاب عليها في فروع البنوك التجارية التي يودعون فيها حساباتهم الجارية التجارية في الأساس لاعتبارات مرتبطة بعلاقتهم كزبائن لدى هذه البنوك. فهذه الأمور كلها تعمل على جمود بورصة القيم.

يضاف إلى ما سبق، بأن بورصة الجزائر تمتاز بنسبة سيولة ضعيفة جدا للأوراق المتداولة فيها، تجعلها ذات مخاطر عالية في نظر المستثمرين، وتظهر ضيقها الشديد. (الجدول رقم 09-06)

*- هي جلسة لم تظهر في الجدول، لتجاوزها المثال المقدم.

**- لمزيد من الاطلاع على ذلك، تتبع التسعيرة الرسمية للبورصة منذ انطلاقة البورصة إلى غاية يوم إعداد هذه الدراسة.

الجدول رقم (09-06): نسبة السيولة لأسهم الشركات المسعرة في بورصة الجزائر

السهم (%)	2003	2004	2005
رياض سطيف	0.8	0.3	-
صيدال	0.3	0.1	0.26
فندق الأوراسي	2.1	1.4	0.68

المصدر: من إعداد الباحث بناء على المعلومات المقدمة في التقارير السنوية للجنة COSOB

إن هذه النسبة والتي تحسب من خلال عدد الأوراق المالية المتبادلة على عدد الأوراق المالية المسعرة في البورصة، نجدها ضعيفة جدا وهي بعيدة كثيرا عن ما تم افتراضه من طرف السلطات الوصية عند انطلاقة البورصة والمقدر بـ 15%[37] كنسبة مقبولة لبورصة في انطلاقتها في ظل نقص الوعي والثقافة البورصية لدى الأفراد وضعف الهياكل والهيئات التي يفترض أن تصاحب نشاطها. غير أنه بعد مرور حوالي ثماني (08) سنوات على نشاط البورصة مازالت لم تصل إلى النسبة المحددة، الأمر الذي يدل على الضيق الشديد لها وضعف سيولتها، مما يرفع درجة هذا المخطر الذي سيؤدي إلى عدم ثقة المستثمرين الراشدين بها ورفع معدلات المردودية للأوراق المسعرة بها، مما ستؤدي حتما لانخفاض قيمها- غير أن هذه الآلية تتم في الأسواق ذات القدر المقبول من الكفاءة وهي الحالة التي لا تتوفر في بورصة الجزائر-.

وفي تقديرنا يعود سبب ضعف السيولة إلى نقطتين، هما[38]:

- عدم استيعاب السوق لما يتم عرضه من الأسهم، حيث نجد أنه في سنة 2004 تم تلبية 22.183 سهم، أي تم تبادلها لثلاث شركات المسعرة مجتمعة، من مجموع 104.481 سهما معروضة سجلت في شكل أوامر بيع (الجدول رقم (09-07))، أي بنسبة تقدر بـ21 % فقط، حيث بقيت 79% من الأسهم المعروضة لم تتبادل ومن ثم يعتبر هذا الأمر سببا في تخفيض نسبة السيولة والذي ينتج عن:

1. طبيعة نظام التسعير الثابت الذي يجعل كل العمليات في الجلسة تتم بسعر واحد -يضمن العدد الأكبر من التبادل- على عكس نظام التسعير المستمر، أو النظام المختلط بينهما المطبق في كثير من البورصات الناشئة الذي يتيح إمكانية أكبر للمتعاملين في تنفيذ أوامرهم؛
2. يعود لعدم قدرة المستثمرين على التحليل الجيد والتقدير السليم لاتجاه السوق، بسبب قلة المعلومات ومصادرها وعدم الاستغلال الجيد للمتوفرة منها لعدد كبير من المستثمرين وعدم استعمال أساليب تحليل وتقييم الأسهم المساعدة في إتخاذ القرار، مما يجعل الأوامر المسجلة في البورصة متباعدة؛ أي أن هناك فرقا شاسعا بين أوامر البيع وأوامر الشراء، مما ينتج عنه عدم تطابق كبير بينهما، لنحصل في النهاية على عدد قليل من الأسهم المتبادلة، يضاف إلى ذلك، -لكن بدرجة أقل- سوء استخدام أنواع الأوامر الثلاثة المتاحة في نظام بورصة الجزائر، باعتبار أن لكل منها مزاياه من حيث السعر المراد تحقيقه وسرعة التنفيذ.

- بقاء عدد لا بأس به من الأسهم خارج التداول الدوري في البورصة، حيث نجد أن مجموع الأسهم المقيدة في البورصة للثلاث شركات يبلغ 4.200.000 سهما (مليون سهم لرياض سطيف، مليوني

[37])- COSOB, Rapport annuel 2004, P :24. In www.cosob.com.dz

[38])- المعلومات المستشهد بها مستخرجة من:

-Idem.

سهم لصيدال ومليون ومائتي سهم للأوراسي)، فإذا ما قورنت بالأسهم المعروضة لسنة 2004 على سبيل المثال والمقدرة بـ 104.481 سهما نجد أن هذه الأخيرة لا تمثل منها سوى2.49 % (النسبة لسنة 2003 و2005 هي على التوالي 3.73% و0.69%)، لتبقى 97.5% من مجموع الأسهم لم يتم عرضها في البورصة. وفي تقديرنا، يعود السبب إلى احتفاظ الكثير من المستثمرين الأفراد بأسهمهم منذ تاريخ اكتتابها، والاكتفاء بالحصول على العوائد المتأتية منها في شكل توزيعات أرباح في أحسن الأحوال، وعندما يتم اللجوء للبورصة، فإنه يتم لغرض بيعها للتخلص منها نهائيا؛ بمعنى يحدث التبادل في البورصة لهذا النوع من المستثمرين مرة واحدة تحدث عند التخلص منها، إذ أن ذلك يعود لنقص الوعي الاستثماري المالي بشكل عام وفي مجال البورصة بالأخص، الناتج عن قلة التجربة ونقص الثقافة البورصية لديهم.

الجدول رقم (09-07): عدد الأسهم المعروضة للبيع والشراء والمتبادلة (المنفذة) في بورصة الجزائر

الأسهم	2004				2005			
	شراء	بيع	الأسهم المتبادلة (التنفيذ)	نسبة التنفيذ %	شراء	بيع	الأسهم المتبادلة	نسبة التنفيذ %
رياض سطيف	6397	9045	2958	32.7	5000	4	0	0
صيدال	6776	72667	1781	02.61	17373	17207	5245	30.48
فندق الأوراسي	294100	22769	17444	76.61	178005	11780	8242	69.96
المجموع	307273	104481	22183	21	200378	28991	13487	46.52

المصدر:من إعداد الباحث بناء على التقريرين السنويين2004 و2005 للجنة COSOB

ومن الإجراءات التي نوصي بها لغرض تحسين سيولة الأوراق المالية بالأخص وتطوير بورصة القيم بشكل عام، ما يلي:

- إعطاء دفع قوي للمستثمرين التأسيسيين من خلال تفعيل فكرة صندوق الاستثمار الجماعي وشركة ذات الرأس المال المتغير على أرض الواقع من خلال المساهمة في إنشائها وتطويرها بتكوين من يقومون على إدارتها تكوينا كافيا في مجال أدوات الاستثمار المالي، بالإضافة لتشجيع دخول شركات التأمين ومختلف الصناديق العمومية الموجودة في الجزائر، بالنظر لما تتوفر عليه من فوائض مالية، مع القيام بتكوين من يتكفلون بإدارة محفظتها في البورصة. فهذا الإجراء من شأنه أن يقلل من نسبة الركود الحاصل في تداول الأوراق المالية المملوكة من طرف المستثمرين الأفراد بشكل مباشر.
- ضرورة تبني أدوات تحليل وتقييم الأوراق المالية على الأقل بشقها التقليدي كما هو معمول به في البورصات الناشئة خاصة العربية منها، للابتعاد عن اتخاذ القرارات غير المبنية على أساس تقني واضح.
- إعادة النظر في نظام التسعير في البورصة المبني على التسعير الثابت، إذ ينبغي أن يتزامن ذلك مع العمل على تكثيف وتنويع المعلومات ومصادرها؛ الإعلام المتخصص، تفعيل وتحفيز ظهور مهنة التحليل المالي، لضمان تنفيذ أكبر لأوامر البيع والشراء، وذلك بعد مرور مدة لا بأس بها من إنشاء بورصة القيم.

المبحث الثاني: محاولة تصور معالم نظام تسيير بالقيمة بمجمع صيدال-*

2-1: تقديم المجمع[39]

2-1-1: نشأة وتطور المجمع

تعود جذور صيدال إلى الصيدلة المركزية الجزائرية التي أنشئت سنة **1969**، والتي أوكل لها مهمة ضمان استيراد وتصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستعمال البشري عبر التراب الوطني، حيث استطاعت هذه المؤسسة أن تستحوذ على سوق الدواء بالجزائر بشكل تدريجي من خلال أخذ مكان عدد هام من المتعاملين. ولغرض الاضطلاع بمهمتها الإنتاجية أسست سنة **1971** وحدة الإنتاج بالحراش، بإعادة تنظيم مصنع الحراش ومن خلال الاستفادة من سياسة عمليات التأميم التي شهدتها الجزائر آنذاك، -إذ تم تأميم مخبرين فرنسيين لإنتاج الأدوية بالجزائر هما Baz الذي تأسس سنة 1964 وتم تأميمه سنة 1971 بنسبة 51% ليتم تأميمه بشكل كامل سنة 1977 وهو يمثل فارمال حاليا ومخبر Merell Troude الذي تأسس سنة 1954 وتم تأميمه سنة 1971 بنسبة 51% ليتم تأميمه بنسبة 100% سنة 1977 والذي يمثل بيوتيك حاليا-.

وفي سنة 1982 تم تحويل وحدة الإنتاج إلى مؤسسة وطنية للإنتاج الصيدلاني بعد إعادة الهيكلة التي مست الصيدلة المركزية الجزائرية. وتمثلت ممتلكات المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني في وحدات الإنتاج بالجزائر العاصمة، بالإضافة لمشروع المضادات الحيوية بالمدية (أنتي بيوتيك) الذي كان بحوزة الشركة الوطنية للصناعات الكيميائية الذي تم ضمه إليها رسميا سنة 1988.

وفي سنة 1989 وفي إطار قانون استقلالية المؤسسات تم تغيير تسمية المؤسسة الوطنية للصناعة الصيدلانية لتصبح تحت اسم "صيدال"، شركة ذات اسهم، وهي مؤسسة عمومية ذات استقلالية في التسيير، حيث تخضع لمراقبة صندوق المساهمة بتروكيمياء وصيدلة، وهي الفترة التي كان فيها لصناديق المساهمة دور في مراقبة المؤسسات العمومية باعتبارها الجهة التي تمثل ملكية الدولة على المؤسسات الاقتصادية العمومية.

ولقد سمحت التعديلات التي أجريت سنة 1993 على القانون الأساسي للمؤسسة، بمشاركتها في كل عملية صناعية أو تجارية من شأنها خدمة هدفها الاجتماعي، سواء بإنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة للمؤسسة. وقد تزامن ذلك مع استفادتها من إعادة هيكلة مالية تحملت الدولة على إثرها جميع ديونها وخسائرها وذلك في إطار برنامج إعادة الهيكلة المالية لمؤسسات القطاع العمومي.

وفي سنة 1996، وفي إطار الإصلاح الذي مس المؤسسات الاقتصادية العمومية من خلال إنشاء الشركات القابضة التي حلت محل صناديق المساهمة، أصبحت المؤسسة العمومية القابضة

---

* - يتطلب القيام بوضع نظام تسيير وقتا طويلا وفريق عمل، لذلك سنحاول في هذا الجزء من الدراسة التطرق لأهم الركائز التي تسمح بوضع نظام التسيير بالقيمة داخل المؤسسة، وذلك بالاستناد لما تم اعتماده في المؤسسات الأمريكية والأوروبية، بالإضافة إلى اعتماد وثائق المؤسسة محل الدراسة، والمعلومات المستقاة من المقابلة الشخصية لعدد من المسيرين والإطارات بالمؤسسة، وفي ذات الإطار سنركز أكثر على الجوانب الاستراتيجية.

39- لإنهاء هذه النقطة تم الاعتماد على:

- تقارير التسيير المعدة من طرف المؤسسة.
- وثائق داخلية بالمؤسسة.
- موقع الانترنيت الخاص بالمؤسسة: www.Saidalgroup.com
- موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: www.cosob.org

كيمياء – صيدلة تملك رأس مال شركة صيدال بنسبة 100 % باعتبار أن الشركات القابضة المستحدثة تمثل ملكية الدولة للمؤسسات الاقتصادية العمومية.

وفي سنة 1998 خضعت مؤسسة صيدال إلى إعادة هيكلة تم بموجبها تحويلها إلى مجمع Group ليصبح اسمها "المجمع الصناعي صيدال" شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي يقدر بـ 2.500.000.000دج موزع على 10.000.000 سهم بقيمة اسمية تعادل 250دج للسهم تخضع للقانون التجاري الجزائري متخصصة في الإنتاج الصيدلاني. حيث تتمثل مهمتها في الإنتاج والتجارة في كل ما يتعلق بالمواد الصيدلانية والكيمياوية في أشكال مختلفة (مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة) للاستعمال البشري والحيواني، كما أنها تبحث في المجال الطبي وصناعة الأدوية. وقد أدت هذه التطورات والإصلاحات في المجمع، بالإضافة إلى التركيز على عنصر الكفاءة في التسيير إلى نمو منتظم في نتائجه خلال فترة التسعينات، ومن ملامح هذا النمو والتطور الملحوظ الذي أحدثه المجمع بلوغ الإنتاج سنة 1999 مستوى قياسي يزيد عن 110 مليون وحدة بيع ، وهو ما يمثل عشرة أضعاف ما كان عليه قبل عشر سنوات من حيث القيمة (3898 مليون دج سنة 1999 مقابل 390مليون دج سنة 1990).

وبقي مجمع صيدال على تلك الحالة من الإصلاح إلى غاية تاريخ 15 مارس 1999 ، والذي اعتبر حدثا هاما في تاريخ المجمع باعتبار أنه تقرر فيه إدخاله لبورصة قيم الجزائر- نظرا للصحة المالية التي يتمتع بها مما أهلته لتوفير شروط الدخول للبورصة- عن طريق فتح رأسماله بنسبة 20% للاكتتاب العام عن طريق تقنية العرض العمومي للبيع OPV. وقد تم الدخول الفعلي للبورصة في تاريخ 17 جويلية 1999 من خلال التنازل عن 2.000.000 سهم بسعر إصدار يقدر بـ 800دج للسهم، أما عن تاريخ أول تداول (تسعيرة) لسهم المجمع، فقد كان في 20 سبتمبر 1999.

الجدول رقم: (09- 08) بطاقة فنية لمجمع صيدال

إسم الشركة	مجمع صيدال
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 2.500.000.000 دينار جزائري
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20 % من رأسمالها الاجتماعي أي ما يعادل مليوني سهم.
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كمياء- صيدلة بنسبة 80 %
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2.000.000 سهم اسمي بقيمة 250 دج للسهم وبسعر إصدار 800 دج للسهم.
تاريخ العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999
تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	التأشيرة رقم 98-04 بتاريخ 24 ديسمبر 1998
تاريخ الدخول إلى البورصة	17 جويلية 1999
تاريخ أول تسعيرة في البورصة	20 سبتمبر 1999

المصدر: www.cosob.org

ويضم مجمع صيدال حاليا، إضافة إلى الشركة الأم ثلاثة فروع، تتمثل في شركات يمتلكها بنسبة 100% هي :

أ- فرع أنتوبيو تيكال :

يتمثل هذا الفرع في مركب المضادات الحيوية الواقع بمدينة المدية، ويبلغ رأس ماله في سنة 2005، 1.187.500.000دج، ويشغل 1374 عاملا، إذ يعتبر أكبر فرع لدى المجمع من حيث معايير الحجم (عدد العمال، رأس المال،). لذلك نجده يتوفر على هياكل واستثمارات ضخمة، من بينها مبنى لتصنيع الأدوية بالتجزئة عن طريق تقنية التخمير، بالإضافة إلى مبنى لإنتاج مواد أولية بالتجزئة عن طريق التركيب الكيمائي للمنتجات المخمرة، كما يتوفر على مبنيين آخرين للإنتاج، أحدهما مخصص لمنتجات صيدلانية من عائلة البنسلين والآخر لمنتجات غير البنسلين. وتعود بداية الإنتاج في هذا المركب لسنة 1988.

ب- فرع فارمال :

تأسس هذا الفرع في 1998/2/2 ويبلغ رأس ماله حتى سنة 2005 200 مليون دج ويشغل 918 عاملا منهم أكثر من 130 صيدلاني ومهندس، ولهذا الفرع أكثر من ثلاثين سنة خبرة في مجال الإنتاج الصيدلاني، الأمر الذي يكسبه تحكما لا بأس به في المجال. وللقيام بأنشطته تتوفر هذه الشركة الفرع على ثلاث وحدات إنتاج هي: وحدة الدار البيضاء، وحدة قسنطينة ووحدة عنابة. ويقع المقر الاجتماعي لهذا الفرع بالدار البيضاء بالجزائر العاصمة. كما يقوم هذا الفرع بإنتاج أصناف الأدوية التالية: أقراص، جعب، مراهم، مقطرات، شروب، محاليل، مساحيق، بالإضافة إلى معجون الأسنان.

ج- فرع بيوتيك :

يتواجد المقر الاجتماعي لهذا الفرع بالحراش بالجزائر العاصمة، وهو يتوفر على ثلاث وحدات إنتاج ممثلة في وحدة جسر قسنطينة بالجزائر العاصمة، وحدة الحراش ووحدة شرشال. وقد تم تأسيس هذا الفرع بتاريخ 1998/2/2، حيث يبلغ رأس ماله حتى سنة 2005 590 مليون دج، ويشغل 1127عاملا منهم أكثر من 20 صيدليا وأكثر من 80 مهندسا.

ينتج هذا الفرع في مختلف وحداته المنتجات التالية :

المراهيم، الأشربة، المحاليل والأقراص، المطهرات السائلة، المحاليل الوردية بأنواعها، محاليل غسل الكلى.

2-1-2: نشاط مجمع صيدال

لقد كانت وضعية صيدال قبل عشر سنوات جد صعبة، ففي سنة 1995 بالتحديد كانت المؤسسة تعيش وضعية إفلاس بسبب ما آل إليه واقع أغلب المؤسسات العمومية في الجزائر الناتج في الأساس عن التراكمات والممارسات التسييرية غير المجدية من جهة، ومن جهة أخرى للتغيرات الاقتصادية على المستوى الكلي.

ولقد كان لرزمة الإصلاحات الجذرية التي مست المؤسسة العضوية منها والمالية الأثر الطيب في إعادة بعث هذه المؤسسة من جديد، يضاف إلى ذلك تولي الطاقم التسييري الجديد -المستقر إلى وقتنا الراهن- دفة الإدارة وتبنيه وانفتاحه على طرق التسيير والإدارة الحديثة. ولقد استطاعت المؤسسة من تحقيق قفزات نوعية في مجال الإنتاج من حيث النوعية وتغطية جزء لا بأس به من احتياجات السوق الداخلي من الأدوية مجنبة بذلك الدولة من استنزاف مبالغ طائلة من العملة الصعبة، غير أن هذه الإنجازات سوف لن تدوم ما لم تبق المؤسسة في عمل دائم لاكتساب وتطوير طرق التسيير باعتبارها تعمل في سوق تنافسي ومفتوح لمنتجات كبريات المخابر والمؤسسات العالمية في قطاع الصناعة الدوائية.

فقبل التطرق لموضوع الدراسة المرتبط بفحص نظام التسيير المتبع ومحاولة تصور ملامح نظام تسيير مرتكز على القيمة في المؤسسة كأسلوب جديد منتهج من طرف عديد الشركات العالمية، لابأس أن نتطرق باختصار لنشاط المؤسسة باعتبار أنها استطاعت في وقت وجيز من تجاوز مرحلة متدهورة إلى مرحلة مرضية في بيئة صعبة كالجزائر، الأمر الذي يعطي انطباعا حسنا عن المرونة التي تتمتع بها هذه المؤسسة، مما يساعد على تقبل أي شكل جديد مفيد وفيه مصلحة لتحسين أداء المؤسسة في كل المستويات.

2-1-2-1: المبيعات

حقق مجمع صيدال سنة 2005 رقم أعمال يقدر بحوالي 6,6 مليار دينار, والذي يقابل حوالي 112 مليون وحدة منتجة مباعة، أي بنمو قدرة 2**%** على مستوى رقم الأعمال وبتراجع في الكمية بـ 6**%** مقارنة بالسنة الماضية, فهذا التطور الإيجابي المتواضع، والذي انعكس في الزيادة بالقيمة وانخفاض أكبر على مستوى الكمية، إنما كان نتيجة لانتهاج المؤسسة لسياسة إعطاء الأولوية في الإنتاج لمنتجات ذات القيمة المضافة المرتفعة (أسعارها مرتفعة). وعموما تشهد مبيعات المؤسسة تطورا ملحوظا منذ فترة طويلة، إذ يرجع الفضل في ذلك لوظيفة التسويق التي تعمل بأداء مقبول ممثلة في مديرية التسويق والإعلام الطبي، بالإضافة لتنافسية أسعار منتجات صيدال وما تتوفر عليه من امتياز فيما يرتبط في السعر المرجعي لتعويض الأدوية على مستوى صندوق الضمان الاجتماعي (حماية جزئية)، كما تعرف المنتجات جودة مقبولة وذات مقاييس عالمية (الحصول على شهادات الجودة وفق مقاييس الايزو).

الجدول رقم (09-09): تطور مبيعات صيدال

الوحدة :10^3 دج

السنوات	القيم
2000	4.139.512
2001	5.190.671
2002	5.692.414
2003	6.003.611
2004	6.152.464
2005	6.596.274

Source: Rapport de gestion 2005, P :13.

ولقد قامت هذه المديرية بمجهودات معتبرة ساهمت في هذا التطور والاستقرار في حجم المبيعات، إذ بلغ متوسط النمو السنوي في حجم المبيعات للسنوات الست الماضية 10 %. ويمكن أن نلخص تلك المجهودات في ما يلي:

- التكييف الدائم لبرامج الإنتاج في الفروع حسب الطلب ؛
- توزيع جغرافي جيد للمنتجات باستعمال مختلف شبكات التوزيع ؛
- اكتساب قدرة في ضبط فترة إعادة التموين لمراكز التوزيع بشكل موافق للطلب؛
- فعالية نظام التوفيق بين العرض والطلب المعتمد من طرف المؤسسة AOD[*].
- تصدير المنتجات بالاختراق المتزايد لأسواق بعض الدول العربية والإفريقية .

[*] - AOD : Système Adéquation entre l'Offre et la Demande.

أما بخصوص التصدير في المجمع، فقد بدأ منذ سنة 1989، وقد صدر المجمع في سنة 2005 مجموع ما قيمته 56.182.000دج إلى دول ليبيا، اليمن، بوركينافاسو وإيطاليا، حيث أن حصة الأسد من التصدير ذهبت لهذه الأخيرة في شكل مواد أولية، والتي بلغت نسبة 64%.

2-1-2-2: الإنتاج

بلغ إنتاج مجمع صيدال سنة 2005 ما يفوق 115 مليون وحدة بقيمة 5,515 مليار دينار، حيث شهد حجم الإنتاج انخفاضا بنسبة 8% في الكمية، و10% في القيمة مقارنة بالسنة الماضية، ويدخل هذا التخفيض في الإنتاج في إطار سياسة لخض مخزون المنتجات النهائية، القصد منها تخفيض التكاليف الناجمة عن التخزين، وتجنب تجاوز مدة صلاحية المنتجات وذلك وفق ما يمليه الطلب في السوق. هذا وقد عرف الإنتاج في المجمع خلال الست سنوات الماضية نموا مقبولا في الكميات المنتجة.

الجدول(09-10) تطور الإنتاج في مجمع صيدال

الوحدة :10^3 وحدة منتجة

السنوات	الكميات المنتجة
2000	**97 287**
2001	**112 509**
2002	**121.111**
2003	**124.371**
2004	**126.517**
2005	**115.897**

Source : Rapport de gestion 2005, P :17

يظهر الجدول أعلاه، النمو وبدرجة أكثر الاستقرار الحاصل في الكميات المنتجة، الأمر الذي نجده مرتبط أساسا بحجم المبيعات الذي بدوره مرتبط بحجم الطلب في سوق الأدوية الذي وصل إلى نوع من الاستقرار يضاف له منافسة المنتجات المستوردة (تحديد حصة المؤسسة من السوق عند هذا المستوى في السنوات الملاحظة)، كما أن حجم الإنتاج سيتحدد بقدرة المؤسسة على التخزين، فأمام هذه الوضعية لكي تقوم المؤسسة بتخفيض تكاليف إنتاجها ستأخذ في الحسبان عاملي المبيعات والتخزين، بالرغم من أن القدرة الإنتاجية للمؤسسة تفوق مستويات الإنتاج المسجلة.

2-1-2-3: المخزون

بلغ حجم مخزون المنتجات التامة نهاية سنة 2005، 35 مليون وحدة بقيمة 1.850 مليون دج. حيث تم خفض مستوى المخزون من 38 مليون وحدة مسجلة في سنة 2004 إلى 35 مليون وحدة لسنة 2005، أي بانخفاض يقدر بـ 3 مليون وحدة، وقد سجل بذلك معدل دوران المخزون 03 أشهر من رقم الأعمال. وتدخل عمليات التخفيض التي تستهدف المخزون في إطار الهدف المسطر لتخفيض نسبة دورانه إلى مستويات معقولة تسمح بتخفيض تكلفة التخزين والإسهام في المحافظة على التوازن المالي للمؤسسة. وتهدف المؤسسة في سنة 2006 إلى تحقيق نسبة دوران للمخزون تقدر بـ 2.5 أشهر من رقم الأعمال أي ما يعادل 30 مليون وحدة مخزنة.

ويمكن بيان توزيع مخزون المجمع على الفروع ووحدات التوزيع التابعة للشركة الأم لسنة 2005 كالآتي :

- فرع فار مـال : 10 مليون وحدة.
- فرع أنتيبيوتيكال : 06 مليون وحدة.

- فرع بيوتيـك : 08 مليون وحدة.
- وحدات التوزيع : 11 مليون وحدة.
- المجمـ ـ ـوع : 35 مليون وحدة.

2-1-2-4: التموين

للرقي بهذه الوظيفة تم إنشاء لجنة مكلفة بتسيير العطاءات Appels d'offre على مستوى المديرية العامة للمجمع، إذ تساعد في التحكم أكثر في المشتريات وتقوية التفاوض مع مختلف الموردين الأجانب والخواص. ولقد بلغ حجم المواد المستوردة والمسلمة لفروع المجمع لسنة2005، 4995 طن بقيمة 2,235 مليون دج، بينما وصل المبلغ الإجمالي للمشتريات المقتناة من السوق المحلية 722 مليون دج. وتتمثل المواد المشتراة من طرف صيدال في:
مواد أولية، مواد للتغليف وقطع غيار. ولقد مثلت نسبة هذه الأنواع من المشتريات الثلاث لكل نوع منها. ويلاحظ أن نسبة المواد المستوردة بلغت 76% وهي نسبة كبيرة، تبين تبعية المؤسسة للخارج، مما يعرضها لمخاطر تقلبات الصرف.

2-1-2-5: الموارد البشرية

بلغ عدد مستخدمي مجمع صيدال 4104 عاملا في نهاية سنة 2005 بارتفاع قدره 187 عاملا بالمقارنة بالسنة الماضية، أي بما يعادل نسبة نمو 5%. حيث نجد من بين هذا العدد من المستخدمين ما نسبته 85 % تربطهم عقود عمل لمدة غير محددة، والنسبة الباقية والتي تعدادها 595 عاملا تربطهم عقود لمدة محددة. والجدول الموالي يوضح نسبة تطور المستخدمين في صيدال:

الجدول(09-11): تطور المستخدمين حسب التصنيف الاجتماعي- الوظيفي

الصنف	2003	2004	2005	نسبة التطور بين 04/05
الإطارات	1.355	1.484	1.627	%10
أعوان التحكم	1.604	1.733	1.808	%4
أعوان التنفيذ	747	700	669	-%4
المجموع	3.706	3.917	4.104	%5

Source: Rapport de gestion 2005, P :20.

يمثل الإطارات ما نسبته 40 % من مجموع المستخدمين، في حين يمثل أعوان التحكم 44 %، بينما لا يمثل أعوان التنفيذ سوى 16%، وهذا سنة 2005 . إن ما يفسر هذه النسب وتشكيلة مستخدمي المجمع هو تواجده في قطاع يعتمد على تكنولوجيا تحتاج لعدد من التقنيين المختصين الذين يشكلون أعوان التحكم، يضاف لهم الأطباء والمهندسين، بالإضافة للمسيرين من أصحاب شهادات الليسانس وما فوق، حيث أن هذه النخب تشكل إطارات المجمع. وتعزز وتعكس أكثر نسبة 16 % المتعلقة بأعوان التنفيذ اعتماد المجمع على التكنولوجيا المتطورة في الإنتاج (عمليات في المخابر،....) التي لا تحتاج إلى عمالة بسيطة، وهو الواقع الذي يميز قطاع الصناعة الدوائية في العالم.

بالنظر لتواجد مجمع صيدال في قطاع يمتاز بتكنولوجيا متطورة في مجال الإنتاج نجدها تعتمد على استراتيجية تكوين واضحة المعالم بغية تطوير المعارف التقنية المرتبطة بميدان صناعة الأدوية،

بالالتزام بمسار الجودة والنوعية (ايزو). ولقد قام المجمع ببرامج تكوين عديدة تدخل في ذلك المسعى، أنجزت بمتابعة المجمع الكندي Pentacle. ولقد بلغ حجم الإنفاق على التكوين لسنة 2005 مبلغ 32 مليون دج يتضمن تكاليف تكوين مباشرة وغير مباشرة؛ تمهين وتربصات تطبيقية. ولقد بلغ عدد المستفيدين من التكوين 1246 عاملا في سنة 2005 ، بزيادة 2 % عن السنة الماضية.

2-2: مرتكزات نظام التسيير بالقيمة داخل المجمع

مادامت المؤسسة تزاول نشاطها فإنها تقوم بعملية التسيير، التي تندرج في إطار ما يعرف بنظام التسيير، الذي يعبر عن طريقة أو نموذج معرف مسبقا تتبعه المؤسسة بغية تحقيق أهدافها. فما هو النظام ؟ وما هو نظام التسيير؟ لذلك فمن الأهمية بمكان التطرق لهذه المفاهيم وتحديدها بشكل يسمح بتناول الموضوع دون لبس في مصطلحاته الأساسية.

2-2-1: مفهوم نظام التسيير

يتم الوقوف على هذا المفهوم من خلال معرفة مركباته، النظام ثم التسيير، لذلك سيتم التطرق لهما فيما سيأتي.

يعتبر النظام، من المصطلحات الشائعة الاستعمال في عدة مجالات، لذلك أصبح من الألفاظ المعقدة الفهم، الأمر الذي يدعونا لتحديد مفهومه في المجال الذي نحن بصدد استعماله درءا لأي غموض أو التباس قد يكتنفه. إن أصل مصطلح نظام هو يوناني، حيث يعني العناصر الموضوعة في شكل مجموعة، غير أن المصطلح نجده تجاوز هذا المفهوم الذي يدل على فكرة تجميع بسيطة للعناصر، إذ أصبح يدل على الربط والدمج الجيد (المتناسق) للعناصر، الأدوات، الأعضاء كما لو أنها تشكل كائنا حيا[40].

وتأسيسا على ما سبق، فمن بين التعاريف المقدمة بشأن النظام هو مجموعة الطرق، العمليات والمعطيات والبرامج المنظمة لمعالجة المعلومات[41]. كما يعرف بأنه مجموعة عناصر موضوعة بصفة مركبة ومهيكلة، الهدف منها تحقيق نتيجة محددة[42].

كما يعرف النظام بأنه إطار عام متكامل يحقق عدة أهداف، فهو يقوم بتنسيق الموارد اللازمة لتحويل المدخلات إلى مخرجات، وهذه الموارد تتراوح من المواد إلى الآلات وعناصر الطاقة الإنتاجية، وذلك حسب نوع النظام[43].

ويعني مصطلح النظام أيضا مجموعة العناصر أو الهياكل المحددة والمنسجمة فيما بينها، والتي قد تكون معقدة أو بسيطة، وتكون مترابطة في إطار مخطط مشترك أو تعمل في ظل هدف مشترك[44].

---

[40])- J.Orsoni, Management stratégique, Op.cit, P :21.

[41])- اوغارف أندري، المعجم الموسوعي في الكمبيوتر والالكترونيك، الطبعة الثانية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، بدون تاريخ النشر، ص: 630.

[42])- Gagnon, Savarad et Autres,(2000), P : 03. In :

- هلال درحمون، المحاسبة التحليلية: نظام معلومات للتسيير ومساعد على اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية – دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005/2004، ص: 56.

[43])- كمال الدين الدهراوي، نظم المعلومات المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص: 16.

[44])- A-Ch.Martinet, A.Silem et Autres, Lexique de gestion, Op.cit, P : 408.

أما عن مفهوم التسيير، فنجد أن من بين التعاريف المقدمة بشأن علم التسيير هو" أنه علم القرارات الاستراتيجية والتكتيكية داخل المنظمات"[45]، فمن خلال هذا التعريف يتضح بأن الغرض من العملية التسييرية قيادة المؤسسة من خلال اتخاذ القرارات الصائبة التي تسمح بتحقيق أهدافها. وليس من الغريب ظهور مفهوم القرار في تعريف علم التسيير، ذلك أن جوهر العملية التسييرية هو اتخاذ القرار، إن لم نقل إنه مرادف لها، فلا يمكن لمسير أن يدير ويقود المؤسسة ما لم تكن له سلطة اتخاذ القرار في كل ما يتعلق بالمؤسسة، بغض النظر عن درجة أهميته (تشغيليا كان أو استراتيجيا).

من خلال ما سبق، يمكن اعتبار نظام التسيير بـ : "أنه مجموعة منسجمة من الأفعال المترابطة والمتداخلة فيما بينها، التي تسمح بتحقيق أهداف المؤسسة بشكل سريع وبفعالية قصوى"[46].

ويتشكل نظام التسيير (أو نظام المؤسسة) من مجموعة من الأنظمة الفرعية Sous-systemes؛ المالية، الموارد البشرية، الإدارة، التجهيزات الإنتاج، البحوث، تسيير المخزون، الاتصال، الإعلام، التوقعات التجارية، برمجة المبيعات، ... الخ،[47] وذلك على خلفية أن النظام عبارة عن مجموعة أجزاء، لذلك فهو قابل للتجزيء Decomposable وقابل للتأليف مرة ثانية، فالجزء منه هو كذلك عبارة عن نظام، مما يعني أن أي نظام يمكن أن يحتوي على أنظمة فرعية[48].

2-2-2: تقييم سريع لملامح نظام التسيير المطبق في المجمع

سنحاول ضمن هذا المحور معرفة مرتكزات نظام التسيير المطبق من طرف المجمع من خلال تحليل المؤشرات المعتمدة لتقييم الأداء، ومن خلال الاطلاع على تقارير التسيير الموجه للاتصال الخارجي (جمهور المستثمرين) بالدرجة الأولى، ومن خلال دراسة الهيكل التنظيمي للمجمع، مدعمين ذلك بالمقابلة التي تمت مع بعض مسيري المجمع. وتأتي هذه الخطوة كإجراء ضروري يساعد على تصور نظام التسيير الجديد، ومعرفة مدى تقارب ما هو مطبق من أنظمة ومن هياكل مع نظام التسيير المقترح.

2-2-2-1: تحليل تقارير التسيير للمجمع

تعتبر تقارير التسيير السنوية المصدرة من طرف مجمع صيدال بمثابة وسيلة الاتصال الخارجية التي تفيد بمعلومات عن نشاط المؤسسة والموجهة بالدرجة الأولى لجمهور المساهمين، والمفروضة من طرف التنظيمات لهذا النوع من المؤسسات باعتبارها مؤسسة مسعرة في البورصة. ويعتبر تقرير التسيير المنشور من طرف المؤسسات الخطاب الرسمي الموجه من طرف الإدارة لفائدة المساهمين[49]. فبالإضافة، لما يتضمنه تقرير التسيير من معلومات مالية على رأسها القوائم المالية، نجده يتضمن محاور تبين مختلف أنشطة المؤسسة وأهم الأحداث التي عايشتها خلال السنة.

لذلك، فتحليل شكل تقرير التسيير من خلال ملاحظة المحاور التي يتم التطرق لها، بالإضافة إلى تمحيص محتوياته المالية وغير المالية، تمكننا من جمع المعلومات المفيدة لمعرفة طبيعة النظام التسييري المتبع أو على الأقل مرتكزات التسيير المتبعة من طرف إدارة المجمع؛ إن تعذر تشخيص النظام (أو عدم امتلاكه لنظام واضح مستمد من الجانب الأكاديمي (الفكري) أو الميداني لعلم التسيير).

---

[45])- Ibidem, P : 212.
[46])- Ibidem, P : 409.
[47])- Idem.
[48])- هلال درحمون، مرجع سابق، ص: 56.
[49])- A.Nabet, Op.cit, P : 108.

وعليه، من خلال تمحيص وتحليل تقارير التسيير لجميع السنوات، معززة بنتائج المقابلة مع بعض مسيري المؤسسة، استنتجنا ما يلي:

أولا: يرتكز مجمع صيدال في اتخاذ مختلف القرارات على المعلومات المحصلة من المحاسبة في شكلها الكلاسيكي (مؤشرات محاسبية) المستخرجة من القوائم المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) والتي بدورها تشكل جدول القيادة للمؤسسة المعزز بالمحاسبة التحليلية. ويتضح ذلك أيضا، حينما نفحص نظام تسيير التوقعات Systéme de gestion prévisionnelle المساعد أكثر على اتخاذ القرارات، حيث تعتمد أدوات قياسه ونتائجه على المؤشرات المحاسبية الكلاسيكية (رقم الأعمال، النتيجة،..). ولقد تم اعتماد هذا النظام في سنة 2000، والغرض منه؛ دعم نظام التسيير للمؤسسة، تطوير أساليب تمكن من تحسين النتائج المالية، دعم وتطوير اتخاذ القرارات والتفكير في جميع مستويات المؤسسة[50].

وقد ساعد هذا النظام بعد مرور ست سنوات من اعتماده في تحسين أداء المجمع- تدعم هذا النظام بنظام معلومات نصف مدمج وآلي في سنة 2005[51] ليعطي دفع أكثر ويساعد في تحسين اتخاذ القرار- غير أن ما يلاحظ على هذا النظام في جانب القيم، أنه يعتمد على المؤشرات المحاسبية الكلاسيكية المقدرة، يضاف لها اعتماده حساب التدفقات النقدية المفيدة عند اعتماد نظام التسيير المرتكز على القيمة كمعلومات جاهزة (عند حساب القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية). أما في جانب التوقعات المرتبطة بالكميات، فنجده قد ساعد كثيرا الإدارة في عملية التسيير.

وما يلاحظ على هذا النظام من خلال تفحصه (استجواب المدير المكلف بالمراجعة، التحليل والتلخيص والاطلاع على إعداد التوقعات) أنه يرتكز على إعداد الموازنات التقديرية ثم يتم دراسة الانحرافات ومن ثم اتخاذ القرارات خاصة التشغيلية منها، عندما يتعلق الأمر بالتقديرات لسنة واحدة (قصيرة الأجل)أو أقل. وللإشارة، يعتمد المجمع أيضا على تقديرات موازنة تبلغ خمس سنوات (متوسطة الأجل) وعشر سنوات (طويلة الأجل)، والهدف منها المساعدة في اتخاذ القرارات الاستراتيجية.

ثانيا: يتم تقييم الأداء استنادا على المؤشرات المحاسبية التقليدية (كالنتيجة على الأموال الخاصة،...).

ثالثا: يتم ربط جزء من المكافآت الموجهة للعمال والمسيرين بالمؤشرات المحاسبية، خاصة منها رقم الأعمال، وعليه يعتمد المجمع سياسة التحفيزIncitation بناء على مؤشرات محاسبية كلاسيكية.

رابعا: فيما يرتبط بحوكمة المؤسسة والتي تعد من العناصر المرتبطة بنظام التسيير بالقيمة[52]- باعتبار أن حوكمة المؤسسة عبارة عن مجموع الآليات التي تدفع بالمسيرين لخدمة مصالح الملاك، وتعمل على حل مشكل الوكالة (تعارض المصالح)- نلاحظ مايلي:

- من حيث الشكل: لا تفرد تقارير التسيير جانبا معنونا بحوكمة المؤسسة، على غرار ما هو موجود في تقارير تسيير الكثير من المؤسسات في العالم، خاصة الأمريكية منها والأوروبية؛ أين أصبح موضوع حوكمة المؤسسات من المواضيع المطروحة والمتبناة بشدة في الدول الصناعية بشكل عام، كأسلوب يمكن من مراقبة ودفع المسيرين لرعاية مصالح المساهمين بالدرجة الأولى، ولباقي الأطراف المهتمة بالمؤسسة في شكلها الموسع. إذ نجد أن الشق الذي يتناول الحوكمة في تقارير التسيير يكون في الجزء المالي للتقرير أو في جانب هياكل المؤسسة.

[50])- Group Saidal, Rapport de gestion 2000, P :04.
[51]) - Group Saidal Rapport de gestion 2005 p : 30
[52])- A.Nabet, Op.cit, P : 108.

- من حيث المضمون: لا وجود للجان المتخصصة في مجال المراقبة والتي تكون مرتبطة بمجلس الإدارة، على غرار لجان المراجعة مثلا.

وعليه، يتضح بأن المجمع لم يتبن بعد فكرة حوكمة المؤسسة، بالرغم من أنه مدرج في البورصة، وباعتبار أن حوكمة المؤسسة جاءت تحت الضغوط الممارسة من طرف الأسواق المالية التي يفرضها المساهمون كحل لصراع الوكالة. فإذا ما لاحظنا حالة صيدال، فلا نجدها تحت هذا النوع من الضغوط، نظرا لضيق البورصة وعدم كفاءتها وضعف الثقافة البورصية لدى أغلبية المساهمين، يضاف إلى ذلك، وجود ما نسبته 20 بالمائة فقط من رأس مال المجمع متداول في البورصة، والباقي يمثل مساهمة الدولة، يجعل المجمع يغلب عليه الطابع العمومي، وبذلك يخضع لمنطق المؤسسة العمومية أكثر من منطق المؤسسة ذات التوجه التسييري Entreprise manageriale . كما يضاف إلى ذلك، حساسية قطاع الصناعة الدوائية الذي يشتغل فيه المجمع الذي يغطي نسبة كبيرة من احتياجات السوق الداخلية (قطاع استراتيجي في نظر الدولة).

2-2-2-2: دراسة الهيكل التنظيمي ومسار اتخاذ القرار للمجمع

تساعد دراسة الهيكل التنظيمي على أخذ صورة عن كيفية تنظيم المؤسسة، وطبيعة الهيكلة المتبناة وعن طبيعة اتخاذ القرار ومدى مركزيته، الأمر الذي يساعد في معرفة مدى ملاءمته للنظام التسييري الجديد المبني على القيمة.

2-2-2-2-1: دراسة الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

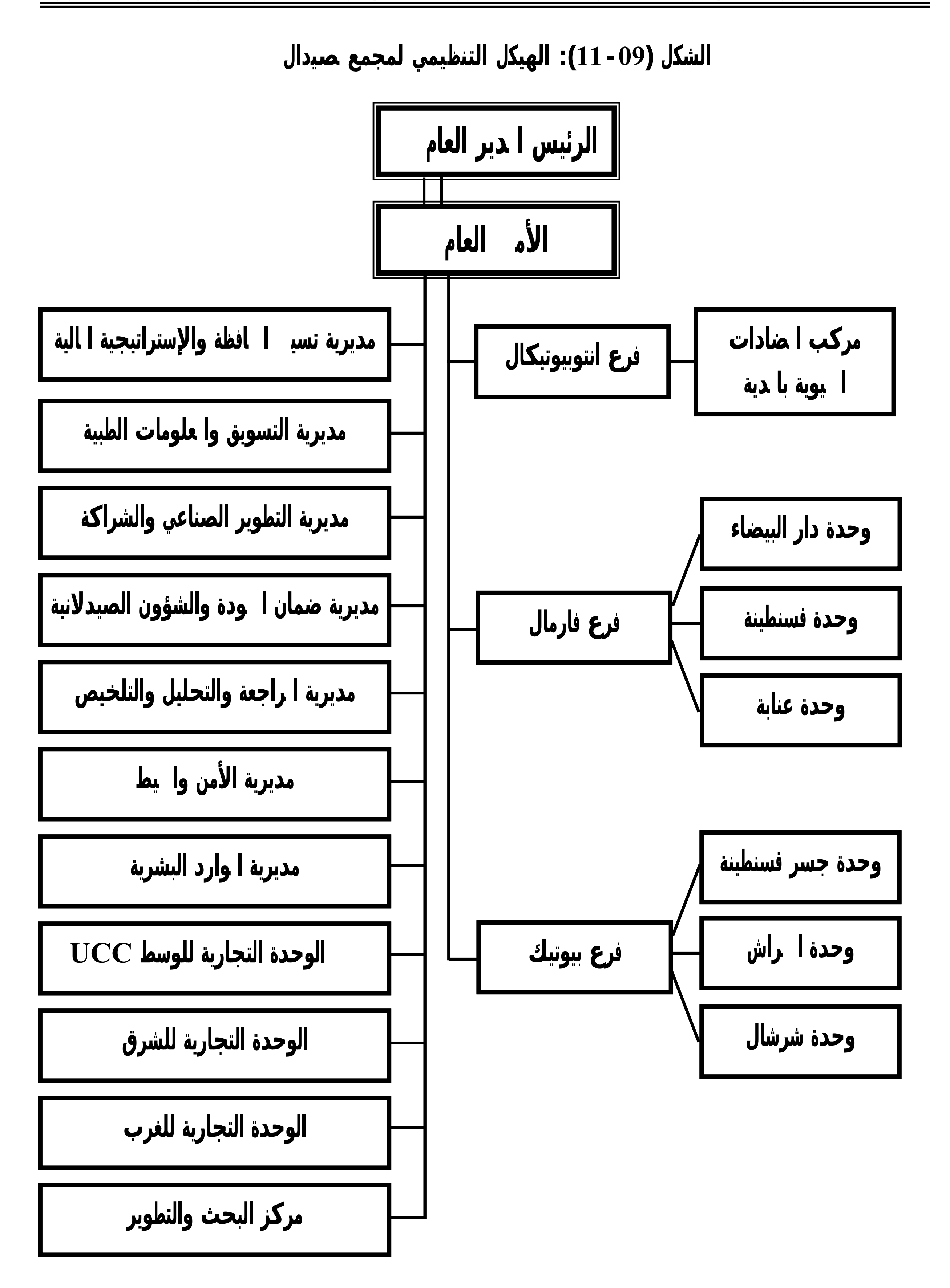
بعد تحويل مؤسسة صيدال إلى مجمع صناعي في 1998/02/02، أصبحت الهيكلة الداخلية لهذه المؤسسة كما يلي[53]*:

[53])- Document Saidal, Stratégie a long terme 2002-2011, P : 26.

* - لقد استحدثت مديرية في الهيكل التنظيمي للمجمع، ويتعلق الأمر بـ-مديرية التنظيم والإعلام الآلي، حيث تم إنشاؤها بتاريخ 01 جويلية 2002. في:

- Group Saidal Rapport de gestion 2002, p. 25.

الشكل (09-11): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



Source : La notice d'information, Saidal 1998 , p17.

أعتمد هذا الهيكل التنظيمي في سنة 1998 –وهو ساري مفعوله إلى وقت إعداد هذه الدراسة- تماشيا مع إعادة الهيكلة التي مست المؤسسة التي تحولت بموجبها إلى مجمع صناعي. وأصبح هذا المجمع يمتلك مجموعة من الأنشطة المتجانسة في مجال الصناعة الدوائية، ومتباينة من حيث تخصص كل نشاط بإنتاج مجموعة من المنتجات المتجانسة.

واستجابة لعملية الهيكلة، تم إجراء عمليات تفريع لغرض إعادة تنظيم الوحدات القائمة قبل ذلك، لتتمخض عنها فروع في شكل مؤسسات تابعة للمؤسسة الأم تتمتع باستقلالية في التسيير وفي تحديد أهدافها، غير أنها تخضع لمنطق رقابة المؤسسة الأم من خلال السهر على تحقيق الأهداف الاستراتيجية الكبرى، باعتبار أن هناك تكاملا بين هذه المؤسسات، ويتم ذلك من خلال وجود خطوط وظيفية تضمن هذا التناسق والانسجام.

ولقد نتجت باستحداث هذا الهيكل التنظيمي الجديد، وظيفة الأمين العام التي حلت محل المدير العام المساعد في الهيكل التنظيمي السابق، والغرض من ذلك تفعيل عملية التنسيق في الشكل الجديد للتنظيم في ما بين مختلف الوظائف، لضمان التجانس بينها وضمان إيصال المعلومات. مما يدل على أن التنظيم الجديد يحاول تكريس الاستقلالية واللامركزية في التسيير واتخاذ القرار، على عكس ما كان عليه حال المؤسسة قبل ذلك.

إضافة للتعديلات السابقة التي حدثت في الهيكل الجديد للمؤسسة، تم ضم الوحدة التجارية للوسط إلى المؤسسة الأم، وذلك قصد إحداث نوع من التوازن والتجانس في ما بين فروع المجمع. كما تم ضم وحدتين إنتاجيتين تابعتين للمؤسسة المحلة "إنكوفارم" لفرع فارمال؛ وهما وحدة عنابة ووحدة قسنطينة، يضاف إلى ذلك، ضم وحدة شرشال الناتجة عن حل مؤسسة "أنافارم" لفرع "بيوتيك". ولقد كان الغرض من ذلك إعطاء توازن بين الفروع. وقد تمت العملية على أساس تقسيم المهام والحفاظ على التخصص بين مختلف هياكل المجمع. ولقد تم تحويل وحدة URMTP إلى مركز البحث والتطوير، باعتبار أن هذا الهيكل يختص في عمليات تطوير منتجات المجمع العامل في قطاع متسارع ومفتوح على براءات الاختراع.

وما يلاحظ على هذا الهيكل التنظيمي الجديد أيضا، أنه أنشأ وظيفتين ذات طابع استراتيجي يتماشيان مع التحولات التي عرفتها المؤسسة، ويتعلق الأمر بوظيفة تسيير المحفظة والاستراتيجية المالية التي جاءت لتلبية احتياجات تسيير وتتبع سهم المجمع، باعتبار أنه مدرج في بورصة الجزائر. أما الوظيفة الثانية، فتتمثل في الشراكة والتطوير الصناعي، والتي جاءت استجابة لما تعرفه المؤسسة من توسع كبير في عقود الشراكة، بمختلف صيغها المنجزة والمسطرة، باعتبار أن المجمع يعمل في قطاع ذو تكنولوجية عالية، يتطلب اكتسابها القيام بالخيار الاستراتيجي المتمثل في اللجوء للشركاء الأجانب عن طريقة صيغة الشراكة.

ما يلاحظ على الهيكلة الجديدة أيضا، هو إنشاء المجمع لوظيفة مهمتها ضمان الجودة، الأمر الذي يترجم إدراك المجمع الجيد لأحد مفاتيح الميزة التنافسية، وضرورة وصول هذه المنتجات الاستهلاكية ذات التركيب المعقد (أدوية) للمستهلكين وفق قواعد ومواصفات عالمية تضمن الجودة والسلامة، ولن يتم ذلك إلا بحصوله على ضمان الجودة وفق مقاييس "ايزو"، وهذا أيضا ما يفسر طموحه ونيته في تكثيف عمليات التصدير.

ما يمكن استنتاجه من دراسة الهيكل التنظيمي الحالي للمجمع، هو أنه يرتكز على تصنيف وظيفي يحاول إعطاء لامركزية في التسيير للعمليات الجارية خاصة ، وتبقى القرارات الاستراتيجية من صلاحيات الإدارة العليا للمجمع، إذ بذلك تبقى الفروع في المجال الاستراتيجي، تسهر على تطبيق القرارات الاستراتيجية المتخذة. وعموما، قد تغير هيكل المجمع وتنظيمه على ما كان عليه في السابق، إذ نجده يتجه في الشكل الصحيح لإعطاء مرونة أكبر في التسيير قصد مجابهة متطلبات المحيط الجديدة وما يفرضه طابع هذا القطاع المتميز بالمنافسة الكبيرة. وما يعزز اكثر المرونة الكبيرة في الهيكلة هو إنشاء وظيفة خاصة بالتنظيم والإعلام الآلي التي تجري تدخلات ودراسات وتصميم برامج تساهم في سلاسة المعلومات ورفع أداء وظائف المجمع، من خلال رفع تقارير للإدارة العليا لاتخاذ قرارات وإجراءات تسهم في تحسين أداء المجمع.

من خلال ذلك، نستنتج بأن هذا الهيكل التنظيمي الذي مر عليه أكثر من سبع (07) سنوات- وهي في تقديرنا كافية لجعل المسيرين والعمال متعودين عليه- سيسهل من إرساء نظام تسيير مبني على القيمة، باعتبار أن هناك تقسيما في الوظائف وتقسيم للأنشطة، الأمر الذي يقلل من تكاليف هذا النظام المقترح بالمقارنة بما لو أعتمد في ظل التنظيم والهيكل التنظيمي للمؤسسة السابقين.

2-2-2-2-2: اتخاذ القرارات:

يتم اتخاذ القرارات الاستراتيجية للمؤسسة من طرف مجلس الإدارة، غير أن هذا النوع من القرارات الحساسة يتخذ بالاعتماد واستشارة المجلس العلمي والإطارات العليا المسيرة (المدراء المركزيون على رأس الوظائف)، إذ يتم الأخذ بآرائهم واستشاراتهم عند عقد اجتماعات مجلس الإدارة الموسع، بالإضافة لتقديم تقارير ودراسات تساعد مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات. ويتعزز دور الإطارات العليا ممثلة في الرؤساء المديرين العامين للفروع والمديرين المركزيين في هذا الشأن في تحديد الخيارات والاقتراحات في مجالات تخصصهم، بحضور الاجتماعات الموسعة لمجلس الإدارة وتقديم الاقتراحات، أو عن طريق إعداد الدراسات والتقارير المتعلقة بخيارات استراتيجية معينة.

أما عن القرارات التشغيلية فهي غير ممركزة، إلا أنها تكون مراقبة من طرف المديريات المختصة على مستوى الشركة الأم ومن طرف المسؤولين عن الوظائف المعنية في الفروع، فأغلبية هذه العمليات التشغيلية تحدث في الفروع الثلاثة، باعتبارها تزاول الوظيفة الإنتاجية، غير أن هناك ترابطا وظيفيا بينها وبين المصالح المختصة في الشركة الأم، إذ تقوم بالرقابة عليها وتقييم الأداء.

2-2-3: محاولة **إرساء ركائز نظام التسيير الاستراتيجي بالقيمة للمجمع: نظام فرعي**

إن الحديث عن نظام للتسيير بالقيمة، يجعلنا نتوجه مباشرة لمصطلح خلق القيمة، ذلك أن هذا النظام يستهدف رفع قيمة المؤسسة ومختلف مكوناتها (فروعها، وحداتها، أنشطتها،...)، فرفع القيمة لن يحدث ما لم يكن هناك خلق للقيمة Creation de valeur، فهذا المصطلح الأخير يعني البحث عن المصادر المولدة للقيمة، ودعمها نحو تعظيم القيمة. وعلى هذا الأساس فإن نظام التسيير بالقيمة نجده مرادفا لمفهوم خلق القيمة، كما يعتمده الكثير من الكتاب[54]، غير أن المفهوم الأول في نظرنا أحسن تعبيرا لهذه الطريقة باعتباره يتشكل من مصطلح نظام التسيير الأكثر دلالة على وجود طريقة منهجية تسمح بتحقيق هدف معين، ويتمثل في رفع القيمة (خلق القيمة) في هذا النظام.

[54])- أنظر على سبيل المثال إلى:

- F.Bogliolo, La création de valeur, Op.cit.

انطلاقا من أن أي نظام هو عبارة عن وحدة مكونة من أنظمة فرعية متداخلة[55]، يمكن أن نميز بين نظامين فرعيين على الأقل –باعتماد تصنيف يرتكز على نوعية القرارات- وهما النظام الفرعي للتسيير التشغيلي بالقيمة والنظام الفرعي للتسيير الاستراتيجي بالقيمة. ونظرا لما يتطلبه نظام التسيير بالقيمة من وقت وجهد كبيرين –يتجاوزان حدود هذه الدراسة-، الأمر الذي يستدعي فريق عمل متكامل لوضعه حيز التنفيذ، سنركز في حالة مجمع صيدال على النظام الفرعي للتسيير الاستراتيجي بالقيمة آخذين الشراكة أنموذجا. ويتعزز هذا الدافع أكثر بالنظر لتأثير القرارات الاستراتيجية الكبير والواضح على خلق القيمة بالمؤسسة[56].

فقبل ذلك، لا بد من تعريف التسيير الاستراتيجي، حيث يعرف على أنه "عبارة عن فن استخدام الطرق، النماذج والنظريات التي تسمح للمسيرين من اختيار البديل المناسب"[57]. وباعتبار أن هذا النظام التسييري مرتكز على القيمة يصبح هدفه تعظيم القيمة من خلال اختيار البديل المناسب لذلك، كما أن أدوات تقييمه هي مؤشرات مبنية على القيمة.

يهتم النظام الفرعي للتسيير التشغيلي بالقيمة بتتبع ومراقبة وتقييم العمليات والقرارات التشغيلية ودفعها نحو المساهمة في تعظيم قيمة المؤسسة. بينما يهتم النظام الفرعي للتسيير الاستراتيجي بالقيمة بتتبع ومراقبة وتقييم العمليات والقرارات الاستراتيجية (التوسع الخارجي، التوسع الداخلي، بالإضافة للقرارات المرتبطة بالهيكل المالي). وعليه، ضمن نظام التسيير الفرعي الاستراتيجي يمكن للمجمع من تطبيقه في حالة قرارات الشراكة وتتبع أداء المشاريع المشتركة، لذلك ستكون الشراكة محل الدراسة التي نقوم بها.

2-2-3-1: إستراتيجية **الشراكة - نموذج للتسيير الاستراتيجي بالقيمة**

لقد أصبحت الشراكة بالنسبة لمجمع صيدال خيارا إستراتيجيا نابعا من طبيعة البيئة التي يشتغل بها المتميزة بالضعف على المستوى التكنولوجي على غرار ما يميز باقي دول العالم الثالث من جهة، ومن جهة ثانية طبيعة قطاع صناعة الأدوية الذي يتميز في العالم بنزعة نحو استراتيجية التحالفات بين الكثير من المؤسسات على غرار قطاعات أخرى. ويستطيع المجمع بواسطة إستراتيجية الشراكة كسب خبرة في المجال يستطيع من خلالها المنافسة في السوق الداخلي الذي أصبح منفتحا نحو الخارج، مما سمح بدخول كثير من المنتجات المستوردة بما في ذلك الأدوية، وزيادة تنافسية منتجاته في الخارج على اعتبار أن المجمع يعمل على تصدير منتجاته.

إن أهم الأهداف التي يتوخاها المجمع من خلال تبنيه لإستراتيجية التحالف عن طريق خيار الشراكة هي:

- توسيع مجال النشاط ورفع الحصة السوقية؛
- مواكبة التكنولوجيا الحديثة؛
- المساهمة في رفع إمكانات الإنتاج لتغطية جزء كبير من الطلب المحلي عن طريق التوسع في الاستثمار بالشراكة (توسع خارجي)؛
- تطوير المعرفة العملية Savoir-faire وتوسيع قائمة المنتوجات لضمان تغطية أكبر في السوق المحلي؛
- إدماج المجمع تدريجيا في الأسواق الإقليمية والدولية.

[55])- موسكوف ستيفن وسيمكن مارك، نظم المعلومات المحاسبية لاتخاذ القرارات (ترجمة كمال الدين سعيد). نقلا عن: مدني بن بلغيث، مرجع سابق، ص: 51.

[56])- G.Charreaux, Finance d’entreprise, 2e édition, Edition EMS, Caen, 2000, P :09.

[57])-J.Orsoni, Management stratégique, Op.cit, P :07.

ما يلاحظ على هذه الأهداف المتوخاة من الشراكة، هو أنها ستعزز من الوضعية التنافسية للمؤسسة، وتساعد على تعظيم القيمة الاستراتيجية للمجمع -أي على المدى المتوسط على الأقل-، لذا ينبغي أن يراعى عند تطبيق نظام التسيير بالقيمة التدفقات المستقبلية التي تنجر عن هذه الأهداف المرجوة في المدى المتوسط والبعيد (قيمة استراتيجية).

ونظرا لحساسية وطول برنامج الخيار الاستراتيجي المتمثل في الشراكة، نجد أنه للوهلة الأولى عند التمعن في الهيكل التنظيمي بأن المجمع قد أفرد مديرية كاملة تتولى السهر على هذا النشاط بمعية نشاط التطوير الصناعي، الذي نحسبه لن يتعزز ولن يتطور دون صيغ الشراكة الأنجع في هذا المجال، ولعله سيبقى كذلك في ظل قطاع يتميز بتكنولوجيا عالية تتمتع بها المخابر العالمية في الوقت الذي يعيش فيه هذا القطاع ضعفا في الجزائر وفي معظم دول العالم الثالث. لذلك فعلى المستوى التنظيمي يحظى نشاط الشراكة بمديرية قائمة بذاتها على مستوى هيكل تنظيم المجمع، الأمر الذي يسهل من تطبيق أي نظام جديد (نظام التسيير بالقيمة). وقد أوكل لهذه المديرية المهام التالية:

- تحديد وإرساء إستراتيجية المجمع في إطار الشراكة والتطوير الصناعي؛
- البحث عن الشركاء المناسبين واستقطابهم ؛
- تحديد مشاريع الشراكة ؛
- التفاوض وإعداد محاضر الاتفاق المطابقة للقوانين المنصوص عليها؛
- التكفل بالعمليات الإدارية والقانونية المرتبطة بتشريعات الشركات المختلطة؛
- المساهمة في متابعة مراحل قيادة وإنجاز المشروع الصناعي؛
- التنسيق ومتابعة التقدم في إنجاز المشاريع الصناعية؛
- مساعدة الشركاء لدى الإدارة المحلية والوطنية للحصول على مختلف الوثائق المتعلقة بالاستثمار (عقد الملكية، رخصة البناء ...إلخ)؛
- الإشراف على كل المراحل والإجراءات اللازمة لإقامة المشروعات المشتركة.

في إطار استراتيجية الشراكة المنتهجة، اعتمد المجمع ثلاث صيغ وهي:

- الصيغة الأولى: وتتمثل في المشاريع المشتركة؛ وتتميز هذه الصيغة بتمويل الطرف الأجنبي لجزء من الإنتاج على أن يتقاسم المخاطر مع صيدال، كما يشارك الشريك الأجنبي في التسيير ومراقبة المشروع. وتمثل هذه الصيغة المفهوم الدقيق والضيق للشراكة (إنشاء شركات مشتركة) في أدبيات التسيير الاستراتيجي.

- الصيغة الثانية: وتتمثل في إبرام عقود التصنيع الإمتيازية Façonnage، حيث يقوم المجمع عند إبرامها بتصنيع أدوية خاصة بالأطراف الأجنبية (الشركاء) في وحدات إنتاجه، سواء لحسابه أو لحساب الشركاء، وعلى إثر هذا النوع من العقود يستفيد المجمع من جلب المواد الأولية وطرق الإنتاج، مقابل دفع تعويضات للطرف الأجنبي نظير ذلك، إذ وفق هذه الطريقة يستفيد الطرف الأجنبي في دخول منتجاته السوق الجزائرية. ويستهدف هذا النوع من العقود المنتجات المتميزة بقدر عال من التكنولوجيا، الأمر الذي يتيح للمجمع باكتساب التكنولوجيا بتكلفة أقل بالمقارنة بطرق أخرى.

- الصيغة الثالثة: وتتمثل في حصول المجمع على رخص الإنتاج من الشركاء الأجانب (أغلبها مخابر ذات سمعة عالمية)، وتتميز بتحويل المعارف ومنح التراخيص باستعمال براءات الاختراع.

باعتبار أن ما يهم دراستنا هو معرفة مدى أداء القرارات الاستراتيجية المرتبطة بالشراكة، سنركز على الصيغة الأولى التي يتمخض عنها مشروعات مشتركة تتجسد في شركات يتم إنشائها، ليتم معرفة ما يمكن أن تضيفه في قيمة المجمع أو ما قد تجلبه له من تحطيم في القيمة في ظل نظام التسيير بالقيمة من جهة، ومن جهة أخرى محاولة تصور نظام لتقييم قرار الشراكة عند ما تحاول المؤسسة القيام به باعتباره قرارا استراتيجيا بالغ الأهمية والحساسية في حياة المجمع.

وللإشارة فإن دراستنا لا تستهدف تقييما فعليا للمشاريع المشتركة القائمة، وإنما تحاول أن تتصور نظاما لتقييمها يسمح للإدارة من اتخاذ القرارات الصائبة بشأنها.

وقبل ذلك، سنحاول أن نعرج على أهم المشاريع المشتركة التي نتجت عن العقود التي أبرمها المجمع مع مختلف الشركاء منذ سنة 1997، وذلك على النحو التالي:

أ- مشروع فايزر- صيدال مانوفكتوريتغ (pfizer - saidal - manufacturing SPA):

قام المجمع بإبرام عقد اتفاق شراكة مع المخبر الأمريكي فايزر في 8 سبتمبر 1998 يقضي بإنشاء مشروع مشترك في شكل شركة مساهمة سميت اختصارا بـ : PSM ، برأس مال اجتماعي يقدر بـ 912 مليون دج (15.720.000دولار) تساهم فيه صيدال بنسبة 30 % ، ويقع المشروع بالمنطقة الصناعية واد السمار بمدينة الجزائر العاصمة، وقد قدرت قيمة الاستثمار بـ 20 مليون دولار وبطاقته الإنتاجية تقدر بـ 20 مليون وحدة بيع، ويشغل 100 عامل، كما يتربع المشروع على مساحة إجمالية قدرها 13600 متر مربع منها 3600 متر مربع مبنية. بدأ المشروع عمليات الإنتاج في 23 جوان 2002 ، وتتمثل قائمة منتجاته في كل الأشكال الجافة والسائلة التالية: مضادات الالتهاب والمضادات الحيوية.

ب- مشروع رون بولانك – صيدال (Rhone Poulenc (France)- saidal APS) :

تم التوقيع على القانون الأساسي لهذا المشروع في14 سبتمبر 1998 بين صيدال والشركة الفرنسية " رون بولانك " وتنص الاتفاقية على إنشاء وحدة إنتاج بطاقة إنتاجية تقدر بـ 20 مليون وحدة بيع سنويا، وتقدر تكلفة هذا الاستثمار بـ 28 مليون دولار، ولقد كانت انطلاقة الإنتاج في بداية الثلاثي الثالث من سنة 2001 ، وتقدر نسبة مشاركة صيدال في رأس مال هذا المشروع بـ 30% في حين تبلغ حصة الشركة الفرنسية 70%، ويقدر رأس مال هذا المشروع المشترك بـ 426.200.000دج مقسمة على 42.620 سهما.

ج- مشروع دار الدواء – صيدال " صيدار" (Dar El Ddawa- Saidal) JORAS

تم إنشاء المشروع المشترك بين صيدال ودار الدواء الأردنية تحت تسمية صيدار بوحدة جسر قسنطينة لتصنيع قطرات غسل العين، وتصل القدرة الإنتاجية لهذه الشركة إلى 6 ملايين وحدة منتجة، كما تقدر تكلفة الاستثمار بـ 120 مليون دج تساهم فيه صيدال بـ 30%. وقد انطلقت عملية الإنتاج فعليا في 29 ماي 2002 .

د- الشركة المشتركة "تافوكو" (Saidal - Acdima - Spimaco -JPM-Digromed):

تأسست هذه الشركة من طرف "صيدال - أكديما - سبيماكو - جي بي أم- ديغروماد" في 8 جويلية 2000 وأطلق عليها اسم الشركة الصيدلانية العربية الطاسيلي Tassili Pharmaceutique Company وتختصر في اسـم "Taphco "، ولقد اختيرت قطعة الأرض التي تملكها صيدال بالرويبة كموقع للمشروع. تتخصص شركة "تافوكو" في صناعة المنتجات الخاصة بأمراض العين ومنتجات

للحقن، وقد قدر رأس مال هذه الشركة بـ 656 مليون دج مقسمة إلى 100000 سهم بقيمة 6560 دج للسهم الواحد موزعة كما يلي:

- **45**% للجهة المقيـمة : 35%* لصيدال و10% ديغروماد الجزائر؛
- 55%للجهة غير المقيمة: 25%لاكديما، وهي شركة تأسست من طرف جامعة الدول العربية، 20 %لسبيماكو(المملكة العربية السعودية)، 10%لجي بي أم (الأردن).

تتمثل المراحل الأساسية المعتمدة من طرف إدارة المجمع لإقامة مشروع مشترك بين صيدال وشركائه في ما يلي:

- مرحلة الاتصال: هي مرحلة تبدي فيها كل من صيدال والطرف الأجنبي رغبة في إقامة مشروع مشترك ويكون ذلك من خلال تبادل رسائل بريدية، أو زيارات أو تبادل لوجهات النظر.
- مرحلة التفاوض: بعد إبداء نية تبني فكرة الشراكة بين الطرفين، تبدأ مرحلة المفاوضات لتحديد طبيعة العلاقة بين الطرفين وصيغتها، ويعتمد نجاح المفاوضات لكل طرف على مدى قدرته التفاوضية، إذ يسعى كل طرف إلى المحافظة على مصالحه وتحقيق أهدافه المسطرة في إطار مشروع الشراكة المتفاوض بشأنه.
- توقيع محضر الاتفاقية: بعد الانتهاء من التفاوض والوصول إلى اتفاق بشأن نتائجه، يتم التوقيع على الاتفاقية (المتضمنة لعدة بنود)، الأمر الذي يلزم الطرفين بتنفيذها، وهذه المرحلة تعد بداية الارتباط الرسمي والفعلي بين الطرفين.
- التأسيس القانوني للمشروع المشترك: في هذه المرحلة يتم ضبط الأطر القانونية للمشروع، وتحديد الشكل القانوني له (شركة ذات أسهم،...) إضافة إلى الاتفاق على القانون الأساسي، رأس المال، حصة كل شريك منه، المسيرين،...الخ .
- قيد المشروع المشترك (الشركة المتمخضة عن الشراكة) في السجل التجاري كإجراء إداري لازم لإنشاء أي شركة في الجزائر حسب ما ينص عليه القانون التجاري.
- إقامة دراسات الجدوى: هي مرحلة هامة في كل مشروع استثماري لتحديد التكاليف والمخاطر، ومدى مردودية المشروع.
- وضع المشروع المشترك حيز التشغيل: وتكون انطلاقة المشروع بتقديم حصص التمويل، حسب حصة كل شريك وإنشاء فرق عمل لتسيير عمليات الإنتاج، واحترام آجال انطلاق نشاط الاستغلال.
- مرحلة استغلال المشروع وبداية الإنتاج: تتميز هذه المرحلة بتنصيب إدارة المشروع المشترك، وتتكون عادة من نفس الفريق الذي قام بإنجازه، كما تتم خلال هذه المرحلة تنفيذ برامج الإنتاج المستهدفة -عند دراسة المشروع- بشكل تدريجي.

باعتبار أن المراحل السابقة تعتبر الجانب الإجرائي لاتخاذ قرار الشراكة، سنحاول تقويم هذه المراحل ومن ثم القرار من منظور التسيير بالقيمة. وعليه، نجد أن المراحل مقبولة غير أننا نلاحظ وفق هذا التسلسل في المراحل أن العملية تفتقد إلى دراسة مردودية المشروع في البداية، إذ نجدها تأتي في مرحلة متأخرة.

إضافة إلى ذلك، يحاول نظام التسيير بالقيمة أن يقيم القرار المتخذ بناء على ما سيضيفه إلى قيمة المؤسسة، لذا سيكون من الأهمية بمكان إدراج آلية لقياس القيمة ضمن مرحلة دراسة الجدوى للمشروع

---

*- لقد أصبحت نسبة صيدال في المشروع المشترك 38 بالمائة، بعد رفع رأس المال من 656 مليون دج إلى مليار و83 مليون حسب ما هو وارد في تقرير التسيير لسنة 2005، ص: 58.

لمعرفة ما يمكن أن يضيفه لقيمة المجمع، وذلك بالاعتماد على طرق التقييم كطريقة القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، ليتسنى بعد ذلك اتخاذ قرار الرفض أو القبول أو إعادة التفاوض مع الشركاء بالقدر الذي يمكن من منح مكاسب تؤدي لرفع قيمة المجمع.

وعليه، يتم اقتراح دراسة الجدوى للمشروع -متضمنة اعتماد طرق التقييم- في أول مرحلة عندما ينوي المجمع القيام بمشروع مشترك، ليتسنى له اتخاذ قرار الخوض فيه من عدمه.

يتم تطبيق نظام التسيير بالقيمة فيما يرتبط بالشراكة على مرحلتين، وهما:

- عند اتخاذ قرار الشراكة يمكن قياس تأثيره على القيمة من خلال استعمال أدوات التقييم ليتم قبوله أو رفضه في ظل الأهداف الاستراتيجية المبتغاة منه (القيمة الاستراتيجية من المشروع المشترك المزمع إنشاؤه)، أي قبل القيام بالمشروع المشترك؛
- يتم تقييم أداء المشاريع المشتركة القائمة بشكل دوري من خلال النظام المعتمد المبني على القيمة، ليتم اتخاذ القرارات الصائبة.

2-2-3-2: المراحل العملية الأساسية لتطبيق النظام المقترح

لوضع أي نظام ينبغي التزام نسق ومنهجية معينة، قصد تحقيق الأهداف المبتغاة منه وعمله بشكل فعال، لذلك سنحاول أن نتطرق لأهم المراحل الواجب تتبعها لوضع نظام التسيير بالقيمة مركزين على الجانب الاستراتيجي في ذلك، حيث سنعتمد على ما هو متوفر من تجارب ميدانية لمكاتب الاستشارة التي تعمل في مجال وضع أنظمة التسيير بالقيمة، يضاف إلى ذلك اعتماد دراسات وأعمال الأكاديميين (التي تم التطرق لها في الجانب النظري)*، وذلك بما يستجيب لخصوصية المؤسسة محل الدراسة (بعد ما تم تشخيص ملامح نظامها المعتمد). وتتمثل هذه المراحل في مختلف الأعمال التي تسبق أي محاولة لتقييم خلق القيمة، حيث تتمثل في الخطوات التالية:

2-2-3-2-1: تحديد مصادر (روافد) القيمة داخل المؤسسة

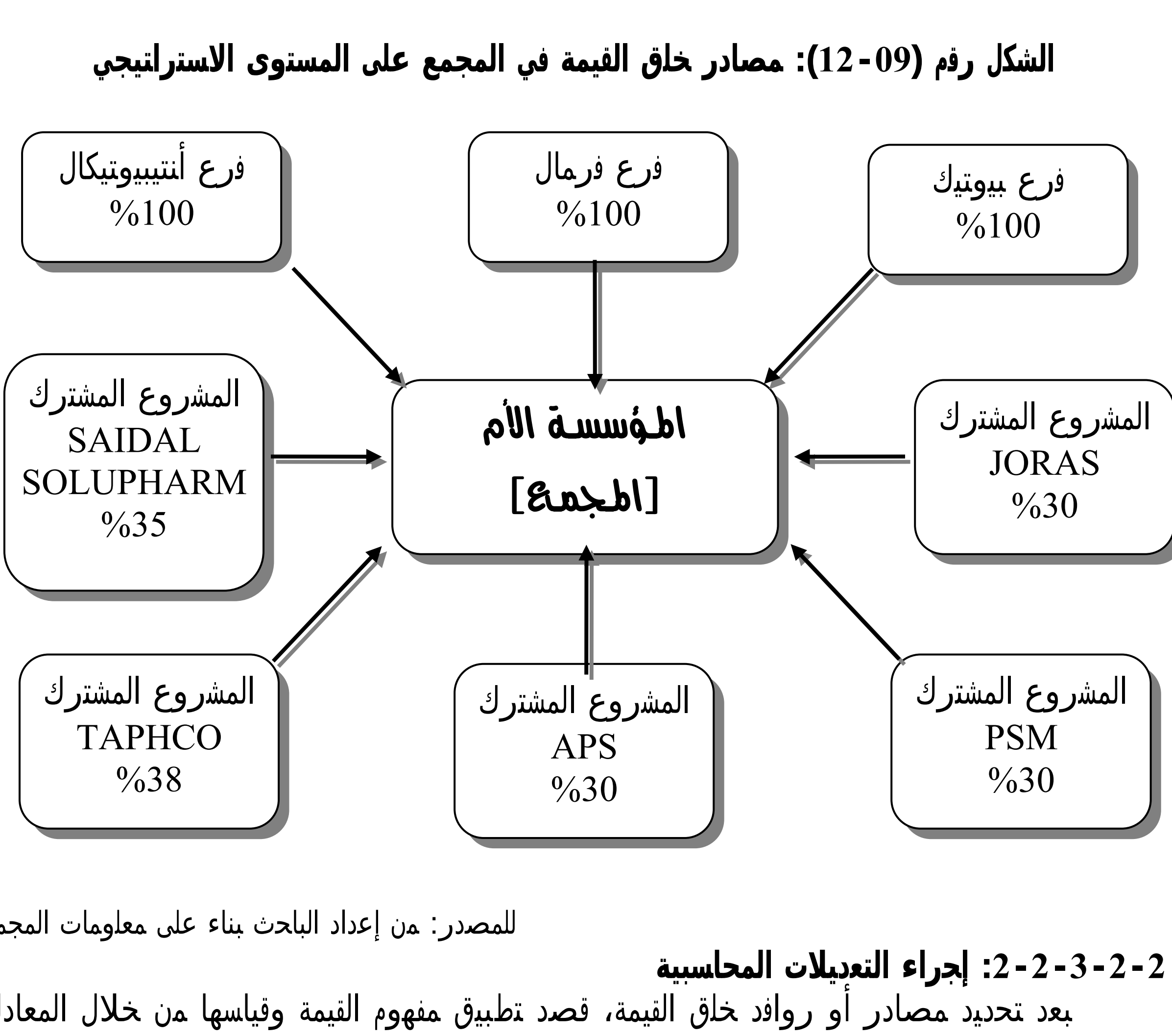
الغرض من هذه المرحلة هو معرفة الفروع أو الوحدات أو الأقسام أو أي نشاط داخل المؤسسة التي من شأنها توليد القيمة أو تحطيمها. وعموما، يتم تحديد روافد القيمة وفق الهيكل التنظيمي للمؤسسة ومدى تنوع أنشطتها، ويزداد عدد روافد القيمة كلما زاد حجم أنشطة المؤسسة وتنوعها. ويكون رافد القيمة عند دراسة الجوانب الاستراتيجية بالمؤسسة مرادفا للوحدة الاستراتيجية (مجال النشاط الاستراتيجي). ويأتي هذا التقسيم لمصادر خلق القيمة للمساهمة في مراقبة التسيير وتقييم الأداء بشكل لامركزي عن طريق تزويد الإدارة العليا بمؤشرات مبنية على أساس اقتصادي مبتعدة بذلك عن المؤشرات الكلاسيكية المحاسبية (الكثيرة التشوهات بسبب التطبيقات المحاسبية) ليضمن اتخاذ القرارات الصائبة والرشيدة. ويساعد تحديد روافد القيمة المؤسسة في الإجابة على السؤال الجوهري الذي مفاده "أين تنشأ القيمة؟"

وفي مجمع صيدال، وباعتبار أننا نعمل على دراسة التسيير الاستراتيجي بالقيمة، ستكون الفروع الثلاثة للمجمع يضاف لها المشاريع المشتركة ذات النسب المعتبرة هي روافد القيمة التي من شأنها أن ترفع قيمة المجمع أو تعمل على تحطيمها على أساس أن تأثيرها على قيمة المجمع يكون واضحا ويكون من السهل حسابه. ذلك أن هذه الروافد للقيمة، ممثلة في الفروع الثلاثة والمشاريع المشتركة في المجمع يمكن أن تقسم كل منها إلى روافد أخرى، غير أن ذلك سيمتد إلى الجوانب التشغيلية التي تكون جد معقدة ويصعب تتبعها في المراحل الأولى لوضع هذا النظام.

---

* - أنظر: الفصل السابع من هذه الأطروحة.

الشكل رقم (09-12): مصادر خلق القيمة في المجمع على المستوى الاستراتيجي



للمصدر: من إعداد الباحث بناء على معلومات المجمع

2-2-3-2-2: إجراء التعديلات المحاسبية

بعد تحديد مصادر أو روافد خلق القيمة، قصد تطبيق مفهوم القيمة وقياسها من خلال المعادلة الخاصة بالقيمة الاقتصادية المضافة (الربح الاقتصادي)، يتحتم للقائمين على وضع نظام التسيير المبني على القيمة إجراء تعديلات على مخرجات النظام المحاسبي باعتبارها المعلومات الوحيدة المتوفرة لحساب مكونات المعادلة، وتهدف هذه التعديلات[58] إلى ضبط المعلومات المحاسبية لتعطي قراءة اقتصادية لحسابات المؤسسة، أي الانتقال من منطق محاسبي إلى منطق اقتصادي.

وما ينبغي الإشارة إليه، هو أن التعديلات المحاسبية التي تمس نتيجة الاستغلال لا بد أن توافق رأس المال المستثمر (الأصل الاقتصادي) والعكس الصحيح، وذلك لضمان التناسب بين هذا العنصر والنتيجة المقابلة له، فعلى سبيل المثال إذا ما أخذنا الاستثمارات المحصل عليها عن طريق القرض الايجاري لابد من احتساب الاهتلاك الاقتصادي الخاص به ضمن نتيجة الاستغلال واستبعاد مصاريف الإيجار المالية منها. كما أنه لا يأخذ بعين الاعتبار بالنسبة للأصل الاقتصادي (رأس المال المستثمر) ونتيجة الاستغلال إلا عناصر الاستغلال، وعليه تستبعد من حسابهما كل العناصر خارج الاستغلال؛ كالاستثمارات قيد الإنجاز، التوظيفات المالية،..الخ.

2-2-3-2-3: تخصيص الأصول أو التكاليف المشتركة

بعد إجراء التعديلات المحاسبية التي من شأنها إعطاء معلومات اقتصادية تساعد على حساب المؤشر المعتمد في حساب خلق القيمة المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة، سيكون من الأهمية

[58]) - للاطلاع على هذه التعديلات المحاسبية، أنظر على سبيل المثال إلى:
-F.Bogliolo, op.cit, pp : 115-136.

بمكان معالجة إشكالية تواجد بعض الأصول والتكاليف المشتركة بين عدة روافد للقيمة، حيث توجد عدة وحدات وعدة فروع تتقاسم نفس الموارد في ما بينها.

فأمام هذه الحالة، لابد من إيجاد طريقة لتخصيص هذه الموارد المشتركة على الروافد، ويكمن الحل في توزيعها على مختلف روافد القيمة حسب استعمالها الاقتصادي الحقيقي، مما يتطلب إيجاد مفاتيح توزيع على غرار ما هو معمول به في طريقة الأقسام المتجانسة في المحاسبة التحليلية. ويستهدف هذا التوزيع رصد الأصل الاقتصادي (رأس المال المستثمر) الخاص بكل رافد من روافد القيمة ومن ثم عائده المتمثل في نتيجة الاستغلال وتكلفته المتمثلة في تكلفة رأس المال.

ويزداد هذا الأمر تعقيدا وترابطا عند المستوى التشغيلي، أما على المستوى الاستراتيجي فيكون أسهل نوعا ما. وعند إسقاط ذلك على مجمع صيدال، نجد أن الفروع الثلاث تتمتع بمحاسبة خاصة بها ومستقلة، الأمر الذي يساعد في استخلاص مكونات مؤشر خلق القيمة المتمثل في الربح الاقتصادي بعد إجراء التعديلات اللازمة –تحويل المعلومات المحاسبية إلى معلومات اقتصادية- دون تعقيد، والحال كذلك، بالنسبة للمشاريع المشتركة لأنها تملك هي الأخرى محاسبة خاصة بها.

2-2-3-2-4: تطبيق الصيغة الأساسية لخلق القيمة

لتقييم مدى مساهمة كل مشروع مشترك أو فرع في قيمة المجمع، يتم استعمال الصيغة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة(الربح الاقتصادي) = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة – (معدل تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)

وانطلاقا من هذا المؤشر، يمكن معرفة مدى ارتفاع هذه القيمة أو انخفاضها أو استقرارها على مدى السنوات، فإذا كانت مستقرة أو في ارتفاع فهذا مؤشر جيد للأداء، أما والحال ليس كذلك فلا بد من اتخاذ قرارات مناسبة قد تصل إلى حد التنازل عن المشروع أو الفرع إذا ما كان هناك تدني كبير في القيمة عبر مختلف السنوات باعتبار أنها تعمل على تحطيم قيمة المجمع ككل.

بالنسبة للفروع المملوكة كليا من طرف المجمع فإن تأثر قيمها (خلق القيمة أو تحطيمها) سيؤثر على المجمع بنسبة 100 % ، أما المشاريع المشتركة فستؤثر بمقدار نسبة مشاركة المجمع في رأس مالها، لذا فعند تطبيق الصيغة التي تحسب قيمة المشروع المشترك أو القيمة الاقتصادية المضافة فإنه لابد من ضربها في نسبة مساهمة المجمع في رأس مال المشروع المشترك.

وانطلاقا من هذه المعادلة الأساسية المطبقة في نظام التسيير بالقيمة نجد أنها تتأثر بجانبين، وهما:

- الجانب الأول يرتبط بنتيجة الاستغلال، التي نجدها في الجانب الاستراتيجي تتأثر بقرارات الاستثمار بشقيها التوسع الخارجي والداخلي – والتي من أهمها قرارات الشراكة في المجمع-، لذا لا بد للمجمع أو فروعه العمل على ترشيد هذا النوع من القرارات قصد تعظيم نتيجة الاستغلال، ومن ثم المساهمة في رفع القيمة؛
- الجانب الثاني يرتبط بتكلفة رأس المال، والتي نجدها تتأثر بقرارات التمويل من خلال ما يعرف بالهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح، لذا لابد للمجمع أن يسعى بالنسبة لفروعه والمشاريع المشتركة الاستفادة من الوفرات الضريبية المتاحة له من خلال الزيادة في نسبة الاستدانة حسب وضعيته، إلى الحد الذي لا تصبح فيه هذه الديون ذات تأثير سلبي (التسبب

عند نسبة معينة من الهيكل المالي* في بروز ما يعرف بتكلفة الإفلاس التي تؤثر سلبا على قيمة المؤسسة).

وعموما، هذين الجانبين للصيغة التي تحسب خلق القيمة، نجدهما متكاملين ويؤثران ويتأثران فيما بينهما، فزيادة الاستثمارات ستؤدي حتما لزيادة حجم التمويل (مصادر خارجية أو تمويل ذاتي) الموافق لذلك، كما أن محو الاستثمار من شأنه أن يؤدي إلى زيادة في نقدية المؤسسة، الأمر الذي ينعكس على تقليل حجم التمويل الموجه للمؤسسة أو لأحد فروعها. وأمام كل هذا، على المسير اتخاذ القرارات المالية (التمويلية والاستثمارية) في ظل هدف معين والمتمثل وفق هذا النظام التسييري المقترح للمجمع رفع قيمة المؤسسة والحفاظ عليها.

كما يمكن حساب القيمة الحالية للمشروع أو الفرع باستعمال مفهوم القيمة الحالية (التي يمكن اعتمادها كمؤشر لخلق القيمة)، وذلك بمعرفة التوقعات بشأن التدفقات ليتم استحداثها لمعرفة أي من الفروع أو المشاريع المشتركة يقوم بتعظيم قيمة المجمع أو تحطيمها ودرجات ذلك، ليتم على إثر ذلك اتخاذ القرارات الاستراتيجية الملائمة. فعند حساب قيمة المجمع ككل على مدى عدة سنوات، وإذا ما وجد أن هناك ارتفاع في قيمته (خلق القيمة) فذلك لا يعني بالضرورة أن جميع فروعه المكونة له والمشاريع المشتركة تعظم القيمة، لذا فمن المفيد حساب قيمة كل فرع أو مشروع مشترك على حدة لنفس الفترة ليتبين أي منها مصدر لخلق القيمة أو العكس.

خلاصة واستنتاجات:

من خلال تتبع حالة المجمع باستعمال أدوات دراسة الحالة من ملاحظة، مقابلة وتحليل للوثائق نستنتج ما يلي:

- من خلال تشخيص مرتكزات التسيير المتبع بالمجمع، يتضح أنه يعتمد نظاما في قياس الأداء وتحفيز العمال والمسيرين يرتكز على مؤشرات محاسبية كلاسيكية.
- يمتاز الهيكل التنظيمي والتنظيم بشكل عام للمجمع بمرونة مقبولة، تسمح بسهولة وسلاسة تطبيق نظام التسيير بالقيمة، وذلك بأقل التكاليف.
- يساعد نظام التسيير المقترح في ترشيد قرارات الاستراتيجية خاصة ما هو مرتبط بالشراكة، وتتبع أداء المشاريع المشتركة والشركات الفرعية من خلال ما تضيفه من قيمة للمؤسسة الأم.

ويوصي الباحث في هذا المجال باعتماد تدرج في تطبيق النظام التسييري المبني على القيمة بتطبيق النظام الفرعي والمتمثل في التسيير الاستراتيجي بالقيمة في المرحلة الأولى، ريثما يتم تطبيق النظام الفرعي الثاني (التشغيلي) المتميز بنوع من التعقيد.

واعتماد التسيير الاستراتيجي بالقيمة، بداية، إنما يعود لأهمية القرارات الاستراتيجية وبروز آثارها ومن ثم سهولة تقييمها بشكل منفصل دون وجود تعقيدات كبيرة، بالإضافة إلى ذلك وجود مديرية خاصة بإحدى أهم القرارات الاستراتيجية المتخذة من طرف المجمع، والمتمثل في الشراكة، التي نرى أنها ستكون أول المستفيدين من النظام التسييري المقترح، ويمكن تطبيقه بسهولة باعتبارها تحظى بمديرية قائمة بذاتها ضمن الهيكل الوظيفي للمجمع.

* - عموما، توجد نسب الهيكل المالي مقدمة بشكل قطاعي، فعلى سبيل المثال يقوم بنك فرنسا (البنك المركزي) بوضع نسب مالية قطاعية.

الخاتمــــــــــــة

1. الخلاصة.
2. نتائج اختبار الفروض.
3. عرض نتائج الدراسة.
4. التوصيات.
5. آفاق البحث في الموضوع.

الخاتمة:

1. الخلاصة:

حاولنا من خلال تناولنا لموضوع تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، معالجة إشكالية البحث التي تدور حول فعالية تقييم المؤسسات في ترشيد اتخاذ القرار للأطراف المهتمة بالمؤسسة، ونخص بالذكر المسيرين والمستثمرين الماليين معرجين قبل ذلك إلى دراسة فعاليته في إنجاح عمليات التفاوض، من خلال الفصول التسعة الموزعة على الأبواب الثلاثة لهذه الأطروحة، وانطلقنا من الفرضيات الأساسية، وباستخدام الأساليب والأدوات المشار إليها في المقدمة.

دخلت الجزائر منذ مطلع التسعينيات من القرن الماضي إلى مرحلة تحول تميزت بإصلاحات اقتصادية كبرى ترمي إلى التوجه نحو اقتصاد السوق، على غرار ما تشهده الدول التي كانت تنتهج نظام الاقتصاد الموجه. إن تطبيق نظام اقتصاد السوق من شأنه أن يفرز وضعية جديدة للاقتصاد الوطني، تختلف عن ما سبق اختلافا كبيرا وجوهريا، بالنظر لاعتماده على آليات السوق في تحديد الأسعار، وارتكازه على فرضية رشادة الأعوان الاقتصاديين في اتخاذ مختلف قراراتهم. كما نجد أن هذا التحول يتميز بالانفتاح الاقتصادي ويدفع نحوه.

وفي خضم ذلك، وباعتبار الأهمية التي تتميز بها المؤسسة الاقتصادية في أي نظام اقتصادي كونها تمثل مصدرا لخلق القيمة وتوزيع الدخل، يجعلها من الضروري أن تكيف نفسها وتغير من سلوكها عن ما سبق في ظل هذه الوضعية الجديدة، التي أصبح بموجبها السوق منفتحا، علاوة على تحرير مجمل القطاعات الاقتصادية، الأمر الذي يضعها أمام حالة منافسة داخلية وخارجية حقيقية، مما يستدعي من القائمين على إدارتها -لمجابهة ذلك- تبني أدوات تسيير حديثة تستجيب لمعطيات هذه المرحلة وتمكنها من الاستمرار والبقاء.

إن اقتصاد السوق -الذي يميز ويطبع هذا الوضع الجديد- من بين ما يقتضيه وجود بورصة قيم فعالة، تمكن من التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية. ونجد أن أحد عوامل نجاح هذا الفضاء ينطلق من رشادة الأطراف الفاعلة فيه (المتدخلة) (المستثمرون الماليون والمؤسسات المدرجة والحكومة)، لذا لابد من بين ما يتم اتخاذه في هذا الإطار هو أن يتوفر لهؤلاء أدوات تسيير فعالة تمكنهم من ترشيد قراراتهم.

ولعل من أهم أدوات التسيير المشار إليها هي تبني عملية تقييم المؤسسة (و/أو أسهمها) لمختلف الأطراف المعنية بالمؤسسة، خاصة المستثمرين منهم والمسيرين كوسيلة فعالة لترشيد قراراتهم كل حسب مركزه.

2. نتائج اختبار الفروض

انطلاقا من طريقة المعالجة التي اعتمدت والتي جمعت بين الدراسة النظرية والدراسة الميدانية، توصل الباحث عند اختبار الفروض إلى النتائج التالية:

بخصوص الفرض الأول المتعلق بأن تعدد مداخل وطرق تقييم المؤسسات يعبر عن وضعيات، ظروف ودوافع مختلفة للعملية، تبرز بشكل جلي أثناء عملية التقييم لأغراض التفاوض. فلقد تحقق باعتبار أن تعدد الطرق ليس أمرا سلبيا، وإنما جاء ليستجيب لعدة ظروف تعرفها المؤسسة من خلال وضعيتها (خاسرة أم رابحة) ونوعها، كما يرجع لاختلاف المحيط الاقتصادي، بالإضافة لاختلاف

الدوافع (الهدف) من وراء التقييم في حد ذاته. كل ذلك دفع الممارسين والأكاديميين منذ ظهور نشاط تقييم المؤسسات إلى ابتكار طرق ومداخل لعملية التقييم، وهذا ما أيده أغلبية المستجوبين.

أما بخصوص الفرض الثاني المتعلق بأن قيمة المؤسسة تحدد بناء على مجموعة من المحددات (المتغيرات) تجعل من طريقة تقييم أو طرق تقييم معينة صالحة لها دون أخرى، فلقد تحقق أيضا، ذلك أنه عند أي عملية تستهدف تقييم المؤسسات، توجد مجموعة من العناصر ينبغي البحث والتدقيق فيها باعتبارها تمثل محددات العملية. إذ تسمح الإحاطة الجيدة بها بجعل طريقة تقييم أو مجموعة من طرق التقييم مناسبة لمؤسسة معينة في ظرف وزمان ووضعية معينة دون طرق تقييم أخرى. وذلك باعتبار أن للمؤسسة قيمة واحدة تتحدد باستعمال طريقة واحدة أو يمكن الحصول عليها ضمن مجال القيم الذي ينتج من استعمال طرق معينة. وعليه، لا يعتبر حساب متوسط نتائج عدة طرق تقييم لنفس المؤسسة قياسا دقيقا لقيمة المؤسسة، ويظهر عدم القدرة على ضبط محددات عملية التقييم بشكل دقيق أو صعوبتها.

بخصوص الفرض الثالث المتعلق بأن تبني تقييم المؤسسة يؤدي بالمستثمرين الماليين إلى ترشيد مختلف قراراتهم المتخذة بشأن الاستثمار المالي، ومن ثم المساهمة في تفعيل كفاءة بورصة القيم. فقد تحقق أيضا، ذلك أن المستثمر المالي الرشيد يسعى إلى تحيق منافعه، لذلك فعمليات المضاربة العشوائية سوف تكبده خسائر معتبرة، بينما سيمكنه اعتماد تحليل الأوراق المالية وتقييمها (تقييم المؤسسة) من العمل على اتخاذ القرارات الصائبة بشأن تسيير محفظته، وهذا ما يعززه تحليل إجابات أفراد العينة فيما يرتبط بالسؤال رقم 21، السؤال رقم 22 والسؤال رقم 27. حيث أن نتائجها ترتبط بجانب من هذه الفرضية والتي مفادها هو" يؤدي تبني تقييم المؤسسة من طرف المستثمرين الماليين إلى ترشيد مختلف قراراتهم المتخذة بشأن الاستثمار المالي". يؤدي شيوع ثقافة تبني أدوات التحليل والتقييم المالي لدى جمهور المستثمرين بالبورصة إلى الرفع من كفاءة بورصة القيم باعتبار أن هذه الكفاءة ترتكز على المعلومات (كفاءة إعلامية)، إذ تصبح من خلالها القيم السوقية للأسهم تعكس القيمة الحقيقية لها، وهذا ما تعزز بنتائج تحليل إجابات أفراد العينة من خلال مختلف الأسئلة المطروحة، وبالتحديد الأسئلة رقم 28 ،22 و24 الأمر الذي يجعل من الشق الثاني للفرضية المختبرة والذي مؤداه "يساهم تبني تقييم المؤسسات من طرف المستثمرين الماليين في تفعيل كفاءة بورصة القيم" قد تحقق. وما يعزز ويؤكد ذلك دراسة الحالة التي مست بورصة قيم الجزائر.

أما الفرض الرابع القائل: "أن تبني نظام التسيير بالقيمة داخل المؤسسة- الذي تعد عملية التقييم أحد ركائزه الهامة- يساعد المسيرين في ترشيد القرارات المالية والاستراتيجية بدفعها نحو تعظيم قيمة المؤسسة، ومن ثم ثروتها"، نجده قد تحقق هو الآخر من خلال الدراسة النظرية، بالرجوع للفكر الاقتصادي والمالي الذي يحاول أن يجعل من المؤشرات الاقتصادية هي الأساس الذي تبنى عليه العملية التسييرية كبديل للمؤشرات المحاسبية التي أظهرت قصورا في هذا الجانب، وهذا ما عززه التزايد المستمر في تبني الأنظمة والمؤشرات المبنية على القيمة لدى الكثير من المؤسسات العالمية. كما قد تأكد ذلك من خلال دراسة الحالة التي شملت مجمع صيدال.

3. عرض نتائج الدراسة:

من بين النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة يمكن الإشارة إلى ما يلي:

أولا:

تبلور مفهوم قيمة المؤسسة بشكل واضح في الفكر المالي، وبالتحديد في النظرية المالية الحديثة، من خلال اعتماد تعظيم قيمة المؤسسة كهدف ينبغي أن يسعى له القائمين على المؤسسة. كما

نلاحظ أن النظرية المالية الحديثة درست أثر القرارات المالية، خاصة قرار الهيكل المالي وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مضيفة ذلك إلى قرارات الاستثمار التي كانت موضوع دراسة قديم ظهر مع بدايات ظهور النظرية المالية التقليدية.

ثانيا:

يعد الفكر الاقتصادي من خلال مدارسه التي تناولت موضوع القيمة(السلعة) الإطار المرجعي للنظرية المالية والنظرية المحاسبية فيما يرتبط بمفهوم قيمة الأشياء (سلع، أصول، أسهم)، كما يعتبر المزود (الخافية النظرية) لطرق القياس. ونجد في إطار الفكر الاقتصادي أن النظرية النيوكلاسيكية تمثل الإطار المرجعي المباشر للنظرية المالية الكلاسيكية والحديثة بشكل عام.

ثالثا:

يندرج موضوع تقييم المؤسسة أو نظرية تقييم المؤسسة بين النظرية المحاسبية والنظرية المالية، فطرق الذمة المالية وفائض القيمة وجزء من طرق العائد تعود خلفيتها إلى الفكر المحاسبي، وتسمى هذه الطرق بطرق التقييم المحاسبية، بينما تجد طرق العائد (التدفقات) والتي تنطلق من نظرية الاستثمار أصولها أو تطورها في النظرية المالية، بالإضافة إلى استحداث طرق جديدة كطريقة الخيارات الحقيقية، وتسمى هذه الطرق بطرق التقييم المالية.

رابعا:

تقوم نظرية التقييم على مجموعة من المبادئ الاقتصادية تمثل قواعد تستند عليها طرق التقييم، على الخبير المقيم أن يراعيها، إذ تمثل الإطار النظري الذي يكون مهما ومفيدا عندما يضاف للمكاسب المهنية والميدانية التي تكون لدى الخبير المقيم. فالتقييم عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح، إذا ما كانت تعتمد على خلفية نظرية واضحة.

خامسا:

تتحدد قيمة المؤسسة، ومن ثم طرق قياسها وفق النظرية المالية من خلال مفهوم الاستثمار الذي يبحث عن قيمة الأصل المراد الاستثمار فيه بدلالة تدفقاته المستقبلية التي يتم استحداثها. وعليه، يعد هذا الأسلوب الأنجع في التقييم باعتباره يفترض استمرار النشاط المهم لكافة الأطراف، إلا أنه يتعذر أحيانا قياس المؤسسة وفقه، لذا يتم استعمال طرق أخرى تعتمد على مجموعة من نماذج القيم التي تمثل ظروفا يتم وفقها قياس القيمة.

سادسا:

توجد للتقييم عدة دوافع يمكن أن نصنفها إلى تصنيف يحاول الإحاطة بجميع عمليات تقييم المؤسسة (الأسهم والأصول)، وذلك على النحو الآتي:

1. التقييم لأغراض التفاوض؛ حيث يوجد طرفان متفاوضان، مما يستدعي القيام بالتقييم لإتمام العملية، ويكون هذا الإجراء من وجهة نظر المؤسسة بعد اتخاذ القرار (كقرار البيع (الخصخصة) أو الاندماج،...).
2. التقييم لأغراض اتخاذ القرار؛ والذي يجعل من التقييم عبارة عن أداة تسيير؛ حيث نقسمه من وجهة نظر طرفين هامين متمثلين في مسيري المؤسسة؛ حيث يساعد في عملية التسيير داخل المؤسسة من جهة، والمستثمرين الماليين؛ من خلال مساعدتهم في تسيير حوافظهم الاستثمارية داخل السوق المالي من جهة أخرى.
3. التقييم لفائدة الأطراف الأخرى المهتمة بالمؤسسة (إدارة الضرائب، البنوك، الموردون،...).

سابعا:

لا يمكن أن تتم عملية التقييم باختلاف طرقها وتعددها، ما لم تتوفر مجموعة من الوثائق والمعلومات عن المؤسسة المراد تقييمها، والتي تلعب دورا مهما في تزويد الخبير بكل صغيرة وكبيرة؛ عن ماضيها والذي يمكن أن يستقى من القوائم المالية والمحاسبية أي من خلال نظام المعلومات المحاسبي، وعن إمكانيتها الموجودة حاليا وذلك من خلال المعلومات الأخرى كالخبرة العقارية، والزيارات الميدانية بالإضافة إلي نظام المعلومات المحاسبي. لذلك، يمكن أن ترتب مصادر المعلومات التي يعتمد عليها التقييم إلي قسمين اثنين وهما:

1. المعلومات والوثائق المنبثقة من نظام المعلومات المحاسبي؛
2. المعلومات والوثائق المستقاة من خارج نظام المعلومات المحاسبي (كالزيارات الميدانية، المعلومات التقنية والتجارية، الخبرة العقارية، المعلومات المتعلقة بالمسيرين ...).

ثامنا:

تلزم طرق التقييم المعتمدة على التوقعات بشأن العوائد والتدفقات، الخبير الاعتماد على تشخيص وضعية المؤسسة لمعرفة مواطن الضعف والقوة من جهة، والطاقات الكامنة التي تتمتع بها من جهة أخرى، لأن هذه الأخيرة من شأنها التأثير على العوائد والتدفقات المستقبلية للمؤسسة، ومن ثم مساعدة الخبير بالخروج بقيمة موضوعية لها. من هنا تبرز أهمية ودور التشخيص في إنجاح عملية التقييم، خاصة منها تلك التي تعتمد على التوقعات.

تاسعا:

يعتبر جمع المعلومات وعملية التشخيص من المراحل الهامة ضمن مسار ما يعرف بمخطط العمل، إذ لا يمكن لعملية التقييم أن تعرف نجاحا ما لم يضع ويسطر الخبير مخطط العمل ويسير وفقه، باعتباره يمثل منهجية واضحة مبنية على تسلسل منطقي، تساعده في تجنب هدر الوقت والوصول إلى قيمة للمؤسسة مبررة موضوعيا في نظر أصحاب المهنة والمهتمين بعملية تقييم المؤسسة. وتتمثل خطوات مخطط العمل في تحديد المهمة من خلال تحديد القصد من عملية التقييم ومعرفة وضعية المؤسسة وطبيعة طالب التقييم، ثم جمع المعلومات والوثائق من مصادر داخلية وخارجية عن المؤسسة، لتليها عملية التشخيص، ثم اعتماد طرق التقييم المناسبة واستبعاد غير المناسبة منها، وفي الأخير الخروج بالقيمة أو مجال القيم الذي ينتج عنه تقييم المؤسسة. وتبين جميع هذه المراحل ضمن تقرير التقييم الذي يرفع لطالب عملية التقييم، القصد منه تبرير القيمة المتوصل إليها بشأن المؤسسة.

عاشرا:

تعرف طرق التقييم تعددا كبيرا واختلافا فيما بينها، حيث نجد على الأقل ثلاث عائلات منها ترتكز على مناظير مختلفة تماما عن بعضها في المنطلق (الذمة المالية، التدفقات، الجمع بينهما، بالإضافة إلى طرق أخرى خارج هذا التصنيف؛ كطريقة الخيارات الحقيقية،...). فبقدر ما، تعتبر هذه الوضعية بأنها إيجابية من حيث ثراء ومرونة عملية التقييم، بقدر ما تجعل من العملية أمرا معقدا عند محاولة إيجاد الطريقة المثلى والأنسب للمؤسسة، لأن كل طريقة من طرق التقييم تفضي إلى قيم مختلفة، حيث تكون أحيانا متباينة بشكل كبير.

إحدى عشر:

للخروج بقيمة موضوعية تعكس حقيقتها، يتحتم على الخبير المقيم الاجتهاد في إيجاد الطريقة المثلى للمؤسسة، حيث يعتبر اعتماد مجموعة من الطرق وحساب المتوسط الحسابي لمختلف نتائجها

ليس دائما هو الحل، بل يفترض اللجوء إليه في الحالات الاستثنائية، عند غموض الأهداف المرجوة من التقييم.

وعليه، يرتبط اختيار الطريقة المثلى لعملية التقييم بالاعتماد على ما يعرف بمخطط العمل والذي يمثل الطريقة المنهجية والعلمية الصحيحة التي تفضي إلى نتائج تقييم مقبولة، والذي نجده يقف على مجموعة من العوامل تساعد -في رأينا- على الاختيار الصحيح لطرق التقييم المناسبة، والممثلة في :

1. وضوح الأهداف المرجوة من التقييم (نوع الخصخصة، الانضمام للسوق المالية، الاندماج، الشراكة...)؛
2. مدى توفر المعلومات عن المؤسسة والمحيط الذي تنشط فيه، حيث تعتمد كل طريقة على معلومات تختلف عن الأخرى؛
3. معرفة طبيعة المؤسسة ونوعها (تجارية، صناعية، خدمية، كبيرة، صغيرة، متوسطة، تخضع للدورة الاقتصادية من عدمها، مؤسسة كلاسيكية أو تنتمي للاقتصاد الجديد، ...)، بالإضافة إلى معرفة محيطها الذي تنشط فيه (وجود سوق مالية كفؤة، بنوك ناضجة، طبيعة النظام المالي ...).

اثنا عشر:

عدم إجماع على تحقق فرضي الكفاءة لبورصة القيم في شكلها المتوسط والقوي بشكل مطلق، حتى على مستوى مفهوم الكفاءة الاقتصادية لبورصة القيم، مما يبين أهمية ومكانة أصحاب التحليل الأساسي الذين يعتمدون على العوائد التي يمكن الحصول عليها في المستقبل من خلال تحليل الأوراق المالية وتقييمها، باكتشاف التشوهات السعرية (الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية) للأوراق المالية التي فشل السوق في تسعيرها بقيمتها الحقيقية. مما يوفر مجالا واسعا لهؤلاء المحللين الماليين في تزويد زبائنهم (المستثمرين الماليين) بتحاليل وقيم حقيقية للأسهم تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية.

ثلاثة عشر:

شبه إجماع على تحقق الفرض الضعيف لكفاءة بورصة القيم، الأمر الذي يصعب من تحقيق أرباح غير عادية من وراء تحليل المعلومات الماضية واستعمالها، مما يقوض من أهمية استعمال أساليب التحليل الفني المبنية على التنبؤ بالسعر الذي سيؤول له السهم عن طريق تحليل التطورات الماضية للسعر والكميات المتداولة بشأنه.

أربعة عشر:

تعبر كفاءة بورصة القيم عن نظام متكامل من العناصر يعكس المسار الأمثل للمعلومات، إذ أن كفاءتها هي محصلة ونتيجة لكفاءة كل مكوناتها ضمن ذلك المسار، الذي يبدأ من كفاءة نظام المعلومات نفسه؛ بمعنى قدرته على توليد معلومات سليمة، صالحة ومعبرة عن حقيقة النشاط الاقتصادي. ثم بعد ذلك، يتم تحليل تلك المعلومات وترجمتها في شكل قيم تعكس فعلا القيمة الحقيقية لكل سهم، ويتوقف ذلك على كفاءة مستخدمي المعلومات أنفسهم أو من ينوب عنهم أو من يزودهم (المحللون الماليون) بتلك التحاليل بتكاليف معقولة (كفاءة التسعير). ليليها تجسيد تلك القيم المحصل عليها في الأسعار، وذلك بترجمتها في شكل قرارات يصدرها المستثمرون لتشكل العرض والطلب، ومن ثم يتحدد سعر التوازن الموافق لتلك المعلومات في ظل كفاءة التشغيل.

خمسة عشر:
إن أي تعطل يحدث في إحدى محطات مسار المعلومات سيقوض من كفاءة السوق. ويلاحظ ضمن هذا المسار أهمية تقييم الأوراق المالية، والذي يمثل نظاما لمعالجة البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، حيث يقوم بتحليلها وترجمتها في شكل مخرجات تتمثل في قيم للأسهم، يتم على إثرها اتخاذ القرارات المناسبة من طرف المستثمرين الماليين. تتجلى كفاءة هذا النظام المبني على التقييم في الوصول إلى القيمة الحقيقية حسب ما حملته المعلومات من أخبار سارة أو سيئة عن المؤسسة. وعموما، فإن كفاءته من كفاءة السوق على غرار باقي محطات مسار المعلومات.

ستة عشر:
تمثل الأسعار المسجلة أحسن تعبير عن القيمة الحقيقية للسهم، عندما تتمتع السوق بكفاءة مقبولة، ومن ثم تصبح هذه السوق أساسا ومرجعا، تفيد المقيم (المحلل المالي والخبير المقيم) في الرجوع إليها في عمله سواء بالنسبة لعمليات التحليل المالي أو لأغراض التفاوض فيما يرتبط بالطرق المرتكزة على القيمة السوقية ومنظور المقارنة. كما يبقى دور المقيم (المحلل المالي) قائما في مثل هذه الأسواق، باعتبار أن كفاءة أغلبية المستثمرين والمحللين الماليين في الوصول إلى القيمة الحقيقية في كل مرة عند تدفق المعلومات هو عبارة عن أحد الدعائم الأساسية لاستمرارية كفاءة السوق بشكل عام.

سبعة عشر:
عندما لا تتمتع السوق بالكفاءة المطلوبة؛ سيكون دور التحليل المالي للبيانات والمعلومات، ومن ثم عملية التقييم من الأهمية بمكان في الوصول ودفع السوق نحو الكفاءة. إذ أنه عند استعمال جميع المتعاملين لآلية التقييم قصد التنافس لتحقيق أرباح إضافية، سيؤدي إلى تقلص هذه الأخيرة بشكل تدريجي، حتى تصل إلى درجة ضئيلة جدا. فكلما زاد التنافس في استعمال أدوات التحليل والتقييم، سيؤدي إلى تطويرها الذاتي من جهة، وإلى زيادة كفاءة السوق من جهة أخرى، لتصبح بعد ذلك الآلية المحافظة على استمرارية كفاءة السوق.

ثمانية عشر:
يوجد أسلوبان شائعان في تحليل الأوراق المالية، يصنفان جمهور المحللين الماليين، وهما؛ التحليل الفني والتحليل الأساسي. وما يمكن ملاحظته هو أنهما يختلفان كثيرا من حيث فلسفة التحليل التي يقومان عليها. إذ يهدف التحليل الأساسي إلى البحث عن القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال تحليل العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفقها في المستقبل، وبذلك نجده يوافق نظرية الاستثمار، وباستعمال طرق التقييم نجده يعتمد على نظرية التقييم، إذ يتبع أسلوبا منهجيا واضحا وسليما، وبذلك فهو يتميز بالطابع الأكاديمي- المهني. بينما يقوم التحليل الفني على تحليل حركة أسعار الأوراق المالية انطلاقا من بيانات السوق الماضية، لمحاولة اكتشاف نمط معين، يتم على أساسه اختيار الوقت المناسب لاتخاذ القرار المناسب، إذ يعتمد كثيرا على فكرة امتداد المستقبل للماضي، دون الاعتماد على نظرية واضحة تحكمه –على غرار السابق-، وبالتالي نجده عملا مهنيا صرفا.

تسعة عشر:
يتفق مدخل التحليل الأساسي مع عملية التقييم- التي نحن بصدد دراستها-، إذ يقوم بتتبع مراحل التقييم المنهجية، وينطلق من تحديد الهدف المتمثل في دعم وترشيد قرارات المستثمرين الماليين لتسيير محافظهم قصد تعظيم عوائدها و/أو تقليل المخاطر المرتبطة بها، ثم يقوم بمرحلة تجميع المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية ليتم تشخيصها وتحليلها للوصول إلى مدخلات التقييم. ثم في الأخير، يطبق الطريقة التي تفضي إلى القيمة الحقيقية. إذ ينطلق هذا المدخل في تحليله وتقييمه

للأوراق المالية من المنظور الخاص Approche intrinsèque كونه يقوم بتقييم الورقة المالية بدلالة عواملها الأساسية.

عشرون:

يتم في نهاية التحليل الأساسي استعمال إحدى الطرق الموافقة لتقييم الأوراق المالية، إذ تستعمل طريقة خصم التوزيعات أو مضاعف الربح PER للخروج بالقيمة الحقيقية الموافقة للمعلومات التي تم تحليلها، حيث تعتبر هذه القيمة مخرجا لنظام التقييم تفيد المستثمر المالي في اتخاذ القرار المناسب، بمقارنة القيمة المحسوبة مع السعر المسجل في البورصة لحظة التقييم، وبالنظر إلى ملكيته للورقة المالية من عدمها، سيكون القرار المناسب هو:

- إذا كانت القيمة الحقيقية (المحسوبة) أكبر من القيمة السوقية:
  1. يقرر الاحتفاظ بالورقة المالية، إذا كانت ضمن محفظته الاستثمارية؛
  2. يقرر شراء الورقة المالية إذا كان لا يملكها (سواء للمضارب أو من يود شراءها بشكل عام) وبذلك سيتم تحقيق أرباح إضافية عندما سترتفع قيمتها السوقية.
- إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية :
  1. يقرر بيع الورقة المالية والتخلص منها إذا كانت ضمن محفظته الاستثمارية تفاديا للخسارة المحتملة؛
  2. يقرر ببيع الورقة المالية على المكشوف إذا كان لا يملكها، وذلك للمستثمر المضارب، مما سيؤدي به إلى تحقيق ربح إضافي، أما من كان يود شراءها فإنه يمتنع عن ذلك في هذه الفترة.
- إذا تساوت القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية، فهذا يعني عدم وجود أرباح غير عادية، وتمثل هذه الحالة إحدى نتائج السوق الكفؤة، مما لا يدع مجالا للمضاربة التي تهدف لتحقيق فوائض القيمة لمستثمرين على حساب آخرين، وبالتالي لا يمكن اتخاذ القرارات الهادفة لذلك. ويستطيع المستثمرون من اتخاذ قرارات الشراء والبيع والاحتفاظ في إطار تسيير حوافظهم الاستثمارية، حيث يكون في هذه الحالة المحرك لاتخاذ القرار هو العوائد (توزيعات الأرباح) والمخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار. وهذه الحالة هي حالة التوازن الذي تنشده كل الأسواق، وبذلك يحقق المستثمرون أرباحا عادية فقط (توزيعات الأرباح والفوائد)، وتكاد تنعدم فيها الأرباح غير العادية، وتبقى هذه الحالة مستمرة مع استمرار عملية التحليل والتقييم، لتصبح بذلك السوق المالية مكانا لخلق الثروة بدفعها للمؤسسات المسعرة نحو تحسين الأداء، والابتعاد عن المضاربات المحمومة (مكان للمقامرة) من خلال تحقيق الأرباح غير العادية التي تنتج عن تنقل الثروة من مستثمرين إلى مستثمرين آخرين.

إحدى وعشرون: تقسم القرارات المالية -حسب ما جاءت به النظرية المالية، وحسب ما هو متعارف عليه في أوساط القائمين على المؤسسات- إلى صنفين أساسيين يعكسان الوظيفة المالية بالمؤسسة التي تهتم بجلب الموارد المالية؛ ومن ثم تبحث في القرارات المرتبطة بالتمويل من جهة، ثم تبحث عن الآليات الممكنة من استخدامها بشكل يتميز بالكفاءة، مما يجعلنا أمام القرارات الاستثمارية، من جهة أخرى. وضمن هذين القرارين، تصنف قرارات الهيكل المالي وقرارات توزيع الأرباح ضمن قرارات التمويل، وقرارات التوسع الداخلي والخارجي ضمن قرارات الاستثمار.

اثنتا وعشرون:

تحاول جل هذه القرارات ضمن النظرية المالية من خلال الدراسات المرتبطة بها معرفة مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة من عدمه، وقد كانت محل تيارات مؤيدة ومعارضة لها. لكن يبقى أن جميع النظريات، قد بنيت على افتراضات صعبة التحقيق على أرض الواقع. وعليه، يمكن أن نستنتج

بأن القرارات المالية في ظل الواقع يمكن أن تعظم قيمة المؤسسة، كما يمكن أن تحطمها. لذلك، فالأمر متروك لقدرة المسيرين في اتخاذ القرارات المناسبة في الظرف والوقت المناسبين، بما يمكن من رفع قيمة المؤسسة، فكثيرا ما أدت عمليات النمو الخارجي-حسب الدراسات الميدانية- إلى تخفيض في قيمة المؤسسات المهاجمة في البورصة عند عمليات الاندماج أو الاستحواذ. وعليه، فعملية تأثير القرار على قيمة المؤسسة واردة، مما يجعل من عملية تسيير هذه القرارات أمرا من الأهمية بمكان، ويدعو إلى ضرورة تبني أساليب التسيير المناسبة لذلك.

ثلاثة وعشرون:

تبين أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVAالمقدم من طرف شركة "ستارن ستيوارت للاستشارة" –التي تمثل علامة تجارية مسجلة - له جذور في النظرية الاقتصادية، والتي تبلورت بشكل عملي لأول مرة من خلال ظهور مؤشر أداء في سنوات الخمسينيات من القرن العشرين تحت اسم "الربح المتبقي"، فالقيمة الاقتصادية المضافة ما هي إلا مؤشر الربح المتبقي تم تطويره بإدخال فكرة تكلفة رأس المال. وفيما يرتبط بالقيمة السوقية المضافة MVAالمبتكرة من طرف نفس مكتب الاستشارة فهي الأخرى ذات جذور في النظرية المالية الحديثة، كونها سوى انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية.

أربعة وعشرون:

تبين أن نموذج استراتيجية القيمة المقدم من طرف مكتب "ماكينزي للاستشارة" هو الآخر يستند لخلفية نظرية واضحة تحكمه في إطار النظرية المالية، نظرا لاعتماده على مفهوم التدفق النقدي المتاح، بحيث تحسب قيمة المؤسسة من خلال استحداث تلك التدفقات.

خمسة وعشرون:

ما تم إضافته من طرف مبتكري نموذج القيمة الاقتصادية المضافة ومبتكري نموذج استراتيجية القيمة على اختلاف طرائقهم -للوصول إلى قياس خلق القيمة ودفع المؤسسة نحو تعظيمها ومن ثم ترشيد القرارات- هو قيامهم بتعديلات واقتراحات (محاسبية،...)، وبناء منهجية عملية -تسمح بترجمة المفاهيم النظرية إلى واقع عملي- تمكن من الوصول إلى الهدف الذي تنشده المؤسسة في إطار النظرية المالية المتمثل في تعظيم القيمة المرادف لخلق القيمة.

ستة وعشرون:

توجد دوافع لعملية التقييم تبرر تعدد مناظير وطرق التقييم المختلفة والتي يمكن ترتيبها حسب درجة أهميتها كما يلي:

1. تعدد الأهداف والدوافع من وراء التقييم؛
2. تنوع المؤسسات من حيث الحجم والقطاع الذي تنشط فيه؛
3. اختلاف الوضعية المالية للمؤسسات" من حيث الصعوبات المالية وتحقيق الخسائر أو الربح؛
4. اختلاف مستويات نضج المحيط الاقتصادي للبلدان من حيث نضج النظام المالي، البنية التحتية للمعلومات،....؛
5. اختلاف وجهة نظر طرفي التفاوض؛
6. تعدد المرجعية النظرية لتقييم المؤسسات؛ الفكر المالي أو المحاسبي.

سبعة وعشرون:

لقد واجه تطبيق منظور التدفقات في الجزائر صعوبة كبيرة، الأمر الذي دفع بطغيان تطبيق الطرق المرتكزة على منظور الذمة المالية على حساب المناظير الأخرى. أما عن الأسباب التي تقف وراء ذلك، فتتمثل فيما يلي:

1. عدم نضج وكفاية الجهات التي تمكن من جمع المعلومات المرتبطة بها كالنظام المصرفي والسوق المالي؛
2. ميل أغلبية الخبراء المقيمين في الجزائر إلى نظرة المحاسبية على حساب النظرة المالية.

ثمانية وعشرون:

لقد أدى الضيق الشديد لبورصة قيم الجزائر إلى تجاهل أهمية عملية التقييم من طرف المستثمرين الماليين. إذ أكد نصف المستجوبين في السؤال رقم 26 على أن السبب الذي أدى لعدم ظهور الحاجة الكبيرة (أهمية) تقييم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين هو الضيق الشديد وعدم نضج بورصة القيم. ولعل ما يعزز ذلك هو ظهور نسبة معتبرة من المستجوبين، تصل أو تقارب النصف اكتفو بالتأشير على خانة عدم الدراية في جميع الأسئلة المرتبطة بتقييم المؤسسة وعلاقته بالاستثمار المالي، حيث يظهر ذلك جهل فئة كبيرة من أفراد العينة لجوانب تقنية ونظرية ترتبط بالتقييم لأغراض الاستثمار المالي بالأخص، وبموضوع التقييم وعلاقته ببورصة القيم عموما، وذلك بسبب عدم اتساع بورصة القيم وعدم ممارسة هذا النوع من التقييم على أرض الواقع.

4. التوصيات:

استنادا على الدراسة النظرية وبناء على نتائج الجانب الميداني، نوصي بما يلي:

أولا:

عند أي عملية لتقييم المؤسسات، توجد مجموعة من العناصر ينبغي البحث والتدقيق فيها باعتبارها تمثل محددات العملية، إذ تسمح الإحاطة الجيدة بها بجعل طريقة تقييم أو مجموعة من طرق التقييم مناسبة لمؤسسة معينة في ظرف وزمان ووضعية معينة دون طرق أخرى. وذلك باعتبار أن للمؤسسة قيمة واحدة تتحدد باستعمال طريقة واحدة أو يمكن الحصول عليها ضمن مجال القيم الذي ينتج من استعمال طرق معينة. وعليه، لا يعتبر حساب متوسط نتائج عدة طرق تقييم لنفس المؤسسة قياسا دقيقا لقيمة المؤسسة، ويظهر ذلك عدم القدرة على ضبط محددات عملية التقييم بشكل دقيق، أو صعوبته، إذ تتمثل هذه المحددات في:

- المحددات الأساسية:
1. طبيعة وضوح الهدف والدوافع من وراء عملية التقييم؛
2. الوضعية المالية للمؤسسة؛
3. طبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة؛
4. طبيعة حجم المؤسسة؛
5. وضعية المحيط والنظام الاقتصاديين للبلاد؛
- محددات ثانوية:
6. تكاليف الطريقة المستعملة في التقييم.

ثانيا:

ضرورة تأسيس هيئة تعنى بعملية تقييم المؤسسات من شأنها أن تسهم في ترقية هذا النشاط وإضفاء صفة القبول العام على الآراء الفنية التي تتمثل في القيمة (أو مجال القيم) الذي يصدر عن الخبراء المقيمين، من خلال العمل على:

1. تنميط تقارير الخبراء بتوحيدها في الشكل والعناصر التي تتضمنها؛
2. سن معايير لتقييم المؤسسات والعناصر المكونة لها (الأصول والأسهم)؛
3. توحيد استعمال طرق التقييم في الظروف المماثلة لتقريب نتائج التقييم.

وستتعزز فعالية هذه الهيئة بشكل أكبر بعد انضمامها للجنة معايير التقييم الدولية، نظرا لما ستقدم من مصداقية أكبر لنتائج عملية التقييم، ومن ثم تعزيز صفة القبول العام.

ثالثا:

من الإجراءات التي نوصي بها قصد تحسين سيولة الأوراق المالية بالأخص، وتطوير بورصة القيم بشكل عام، ما يلي:

1. إعطاء دفع قوي للمستثمرين التأسيسيين من خلال تفعيل فكرة صندوق الاستثمار الجماعي والشركة ذات الرأس المال المتغير على ارض الواقع عن طريق المساهمة في إنشائها وتطويرها بتكوين من يقومون على إدارتها تكوينا كافيا في مجال أدوات الاستثمار المالي. بالإضافة إلى تشجيع انخراط شركات التأمين ومختلف الصناديق العمومية الموجودة في الجزائر إلى البورصة، بالنظر لما تتوفر عليه من فوائض مالية، مع ضرورة تكوين من يتكفلون بإدارة محفظتها في البورصة، فهذا الإجراء من شأنه أن يقلل من نسبة الركود الحاصل في تداول الأوراق المالية المملوكة من طرف المستثمرين الأفراد بشكل مباشر.
2. ضرورة تبني أدوات تحليل وتقييم الأوراق المالية على الأقل بشقها التقليدي كما هو معمول به في البورصات الناشئة خاصة العربية منها، قصد الابتعاد عن اتخاذ القرارات غير المبنية على أساس تقني واضح.
3. إعادة النظر في نظام التسعير في البورصة المبني على التسعير الثابت، إذ ينبغي تزامن ذلك مع العمل على تكثيف وتنويع المعلومات ومصادرها؛ الإعلام المتخصص، تفعيل وتحفيز ظهور مهنة التحليل المالي، لضمان تنفيذ أكبر لأوامر البيع والشراء، وذلك بعد مرور مدة لا بأس بها من إنشاء بورصة القيم.

رابعا:

أما في ما يخص دراسة حالة مجمع صيدال فنوصي باعتماد تدرج في تطبيق النظام التسييري المبني على القيمة بتطبيق النظام الفرعي المتمثل في التسيير الاستراتيجي بالقيمة في المرحلة الأولى، ريثما يتم تطبيق النظام الفرعي الثاني المتميز بنوع من التعقيد. واعتماد التسيير الاستراتيجي بالقيمة، بداية، إنما يعود لأهمية القرارات الاستراتيجية وبروز آثارها بشكل واضح ومن ثم يسهل تقييمها بشكل منفصل دون وجود تعقيدات كبيرة، بالإضافة إلى ذلك وجود هيكل يساعد على ذلك يتمثل في مديرية خاصة بإحدى أهم القرارات الاستراتيجية المتخذة من طرف المجمع، وهي الشراكة.

5. آفاق البحث في الموضوع:

تناولت هذه الأطروحة، موضوع تقييم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار وأغراض التفاوض، مركزة أكثر على جانب اتخاذ القرار في إطار التحولات التي يشهدها الاقتصاد الجزائري، لأجل بيان أهمية هذا النشاط في المساعدة على انعكاس هذه التحولات الاقتصادية بالإيجاب. حيث حاولنا أن نضع أنموذجا في مجال تقييم المؤسسة لأغراض التفاوض مركزين في ذلك على ما يحدث في الخارج آخذين في ذلك خصوصية الوضع في الجزائر. والحال أيضا بالنسبة لأغراض اتخاذ القرار، حيث حاولنا أن ندرس التسيير المرتكز على القيمة في إطار دراسة تحليلية تساعد المؤسسات في تبني هذا النهج لمساعدتها في ترشيد قراراتها، والأمر كذلك بالنسبة للمستثمرين الماليين، حيث أبرزنا أهمية تقييم وتحليل الأسهم في ترشيد قراراتهم ومن ثم المساهمة في رفع كفاءة البورصة.

لذلك، يبقى مجال البحث مفتوحا في طرق موضوع التقييم لفائدة الأطراف الأخرى المهتمة بالمؤسسة كأداة تساعدهم على اتخاذ مختلف القرارات بشأنها (مصلحة الضرائب،...). كما يبقى الجانب التقني محل دراسة فيما يرتبط باستصدار معايير التقييم التي تضبط عمل الخبراء المقيمين بالاستناد على التجارب الدولية (لجنة معايير التقييم الدولية، تجارب بعض البلدان الصناعية) مراعين في ذلك خصوصيات الواقع الاقتصادي للجزائر. كما أن وضع نماذج قطاعية لتقييم المؤسسات، سيكون من الأهمية بمكان في الجانب النظري والجانب المهني للموضوع.

وعليه، يمكن أن تشكل هذه الجوانب التي لم تتناولها الأطروحة موضوعا لأبحاث أخرى لاحقة. وبهذا نأمل أن نكون قد وفقنا في اختيار الموضوع وإنجازه، وا نسأل التوفيق والأجر.



قائمة المراجع باللغة العربية.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية.

قائمة المراجع:

1. قائمة المراجع باللغة العربية:

- **أعمال منشورة وغير منشورة:**

1. أحمد عبد الرحمان يسري، تطـور الفكـر الاقتصـادي، الطبعـة الخامسـة، الـدار الجامعيـة، الإسكندرية،2003.
2. براق محمد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحـة دكتوراه غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
3. بن بلغيث مداني، أهمية إصلاح النظام المحاسبي للمؤسسات في ظل أعمـال التوحيـد الدوليـة – بالتطبيق على حالة الجزائر- أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر،2004.
4. بن حبيب عبد الرزاق، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
5. جزيري خيري علي مصطفى، كفاءة الأسواق المالية: بحث في الأسس النظرية مع التطبيق علـى سوق الأوراق المالية لجمهورية مصر العربية، في مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كليـة التجـارة، جامعة القاهرة، العدد الثالث والأربعون، 1992.
6. حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، بدون مكان نشر، 1997.
7. حشيش عادل أحمد، تاريخ الفكر الاقتصادي، دار النهضة العربية، بيروت، بدون تاريخ نشر.
8. حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
9. حماد طارق عبد العال وآخرون، موسوعة الاندماج، بدون دار نشر، القاهرة، 2002.
10. حماد طارق عبد العال، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
11. حناوي محمد الصالح، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
12. خولي هالة عبد ا ، دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحـد الاتجاهـات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال، في مجلـة المحاسـبة والإدارة والتـأمين، العدد:56، الناشر جهاز الدراسات العليا والبحوث كلية التجارة- جامعة القاهرة، 2000.
13. دادي عدون ناصر، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الأول: تحليل مالي، المصدر transt، الجزائر، 1990.
14. دادي عدون ناصر، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الثاني: محاسبة تحليلية، بدون دار نشر، الطبعة الثانية، الجزائر، 1994.
15. داغر محمود محمد، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان وغزة،2005.
16. درحمون هلال، المحاسبة التحليلية: نظام معلومات للتسيير ومساعد على اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية –دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005/2004.
17. دهراوي كمال الدين، نظم المعلومات المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
18. سويسي هواري، إشكالية تقييم المؤسسات فـي ظـل الإصـلاحات الاقتصـادية فـي الجزائـر: دراسة حالة مؤسسة الأشغال التكميلية للبناء بورقلة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائـر، 2001.
19. شاكر نبيل عبد السلام، الفشل المالي للمشروعات: التشخيص، التنبؤ، العلاج: منهج تحليلي، مكتبة النهضة العربية، القاهرة، 1989.
20. شحاته ليلى وشاكر نبيل، بورصة الأوراق الماليـة ومنشـآت التـأمين، مكتبـة عـين شـمس، القاهرة، 1989.

21. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائـر، بـدون تاريخ نشر.
22. صبح محمود، القرارات المالية الاستراتيجية، بدون دار نشر، القاهرة، 2000.
23. عبد المولى السيد، أصول الاقتصاد، دار الفكر العربي، القاهرة، 1977.
24. عبيد سعيد توفيق، درجة كفاءة سوق الأوراق المالية وإمكانية التطوير: دراسـة تطبيقيـة علـى بورصة الأوراق المالية بالقاهرة، في مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القـاهرة، العدد الثامن والثلاثون، 1990.
25. عبيد سعيد توفيق، الاستثمار: النظرية والتطبيق: منهج تحليلـي كمـي، مكتبـة عـين شـمس، القاهرة، 1988.
26. عظمة محمد أحمد، دور المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، في مجلة المحاسبة، كليـة التجارة والاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة الكويت، العدد 12، 1983.
27. علي أمال التجاني ، دور المعلومات في رفع كفاءة الأسواق الماليـة، نـدوة أهميـة المعلومـات والإفصاح عنها في البورصات العربيـة، الاتحـاد العربـي لبورصـات الأوراق الماليـة، 15-17 نوفمبر1987.
28. علي آمال التجاني، سوق الكويت للأوراق المالية ومدى كفاءته، في مجلة البورصـات العربيـة، العدد الثاني، 07/ 1987.
29. علي يحي إبراهيم، قيمة المنشأة والاتجاهات المعاصرة في إدارة راس المال العامل، مكتبة جامعة عين شمس، القاهرة، 1993.
30. عوض ا زينب حسن، مجدي محمود شهاب، أسامة محمد الفولي، أصول الاقتصاد السياسي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000.
31. عياشي فداد، مفهوم القيمة ونظرياتها في الاقتصاد الإسلامي، أطروحة دكتوراه غيـر منشـورة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 1413هجري.
32. غالي جورج دانيال، طرق ومشـاكل المحاسـبة عـن انـدماج الشـركات، الـدار الجامعيـة، القاهرة، 2002.
33. قريشي يوسف، أزمة الخزينة ومخطط إعادة التقويم المالي في المؤسسة، حالـة مؤسسـة البنـاء بورقلة، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر، 1994 .
34. قنديل أفكار محمد، الاندماج كاستراتيجية استثمارية، بدون دار نشر، القاهرة، 1998.
35. كارموكولياس ياليس وآخرون، المشروعات المشتركة الدولية في البلدان النامية، في مجلة التمويل والتنمية، المجلد34، العدد 01، واشنطن، مارس 1997.
36. لوغارف أندري، المعجم الموسوعي في الكمبيوتر والإلكترونيـك، الطبعـة الثانيـة، المؤسسـة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، بدون تاريخ نشر.
37. الليثي فؤاد محمد، نظرية المحاسبة: المدخل المعاصر، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، بدون مكان نشر، 2002-2003.
38. مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة، دار هومة، الجزائر، 2006.
39. المحجوب رفعت، الاقتصاد السياسي، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 1968.
40. محمد أمين إبراهيم فريد، المعلومات المحاسبية ومداخل تحليل الاستثمار في الأوراق المالية، فـي مجلة المال والتجارة، العدد 18، ماي 1984.
41. محمد ثناء عطية فراج، تطوير فعالية المعلومات المحاسبية لخدمة قرارات الاستثمار فـي الأوراق المالية- دراسة نظرية تطبيقية مقارنة-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، 1991.

42. محمد عبد المنعم إبراهيم الدسوقي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، 1995.
43. محمد مصطفى محمد عبده ، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، بدون مكان النشر، 1998.
44. مرسي جمال الدين محمد ، مصطفى محمود أبوبكر وطارق رشدي جبة، التفكير الاستراتيجي والإدارة الإستراتيجية: منهج تطبيقي، الدار الجامعية، الإسكندرية،2002.
45. منسى عبد العاطي لاشين محمد، تقييم التسعير السوقي ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأسهم المصرية، في مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، المجلد الثالث والعشرون، يناير 2001.
46. النجار فريد، التحالفات الاستراتيجية: من المنافسة إلى التعاون: خيارات القرن الحادي والعشرين، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999.
47. هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2005.
48. هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث الاسكندرية، 2003.
49. هندي منير إبراهيم، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، 1994.
50. هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية،1997.
51. يبالة سميرة ، المدير وعملية اتخاذ القرار في إطار إدارة المؤسسة: دراسة حالة وحدة إنتاج الدهن بوادي السمار-الجزائر-، رسالة ماجستير غير منشورة، إدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة الجزائر، 2004.
52. يونس هشام محمد، القياس المحاسبي والإفصاح عن المشتقات المالية: دراسة نظرية تطبيقية، أطروحة دكتوراه فلسفة في المحاسبة غير منشورة، جامعة القاهرة، 2001.

- **متفرقات:**

53. زغيبي والقباني للاستشارات المالية، دليل المستثمر للأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية، جدة، مطبوعة برنامج تعليمي.
54. مركز الخبرات المهنية للإدارة، المناهج التدريبية المتكاملة: منهج المهارات المالية والمحاسبية المتخصصة: البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، سلسلة يعدها خبراء المركز تحت إشراف عبد الرحمان توفيق، الطبعة الثالثة، 2004.
55. مركز الخبرات المهنية للإدارة، منهج المهارات المالية والمحاسبية المتقدمة: التحليل المالي وترشيد قرارات الاستثمار، سلسلة المناهج التدريبية المتكاملة من إعداد خبراء المركز تحت إشراف عبد الرحمن توفيق، الطبعة الثالثة، الجيزة، 2003/2002.
56. مقال مترجم بعنوان: هل إعادة شراء الأسهم خيار صحيح لشركتك، في مجلة الدراسات المالية والمصرفية؟،2001، من إعداد مركز البحوث المالية والمصرفية بترخيص خاص من: Justin Pettit, Is share buyback right for your company ?, Harvard business review, April 2001.

2. قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

- **Travaux publies et non publies :**

57. Achouche K. et Labanji A., Que vaut votre entreprise ?diagnostic et évaluation de l'entreprise, Edition SNC, Alger, 1996.
58. Albouy M. et Perrier S., Manipulations comptables et évaluation de l'entreprise, in La revue du financier, N°139, 2003.
59. Albouy M., Théories, applications et limite de la mesure de la création de valeur, in : Revue française de gestion, Janvier-février 1999.
60. Albouy. M et autres, Les grands auteurs en finance, Edition ems, Colombelles, 2003.
61. Alla J., l'évaluation des entreprises de la théorie a la pratique, Editions cayas, Paris, 1978.
62. Angenieux G., Les fusions et l'évaluation des entreprises, Dunod, Paris, 1970
63. Balia R., Lévaluation des entreprises introduites en bourse Cas E.G.H El Aurassi, Mémoire de magister non publie, Ecole supérieure de commerce, Alger, 2002.
64. Bancel F. et Ceddaha F., Vers une prime de risque unique ?, In : Analyse financière, N° 119, Juin 1999.
65. Barrean J. et Delahaye J., Gestion financière : Manuel et application, 9e édition, Dunod, Paris, 2000.
66. Batsch L., Finance et stratégie, Economica, Paris, 1999.
67. Baudru D., Lavigne S. et Morin F., Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains, in Revue d'économie financière, 2001, in : http://www.aef.asso.fr/servlet/servePDF?id=3186 Consulté le 02/05/2005.
68. Bavay F. et beau D., L'impact des politiques de croissance externe : l'expérience des entreprises françaises au cours des années quatre-vingt, in : Economie et Statistique, N 229, Février 1990.
69. Beaver W.H., Market efficiency, in The accounting review, Jan 1981.
70. Belkahia R., La gouvernance d'entreprise au Maroc : bilan et perspectives, In : Middle easte and north africa corporate gouvernance expert meeting, September 7th 2003, Cairo-Egypt. In : http://www.gcgf.org/ifoext/cgf/AttachentsByTitle/MENA_Sep_03_La+Gouvernance+d'entreprise_Belkahia/$FILE/MENA_sep_03_Gouvernace_Morocco_Belkahia.pdf Consulté le 08/03/2005.
71. Berdot J-P. et Léonard J., Valorisation boursière et substituabilité des actif ; Que nous apprennent les PER ?, In : Analyse financière, N°9, Octobre- Décembre 2003.
72. .Bertrand .O, Mucchielli. J-L et Zitouna. H., Fusions et acquisitions transfrontalières des années 1990, In : Revue de L'OFCE 94, Juillet 2005.
73. Black A., Wright P. et Bachman J., Gestion de la valeur actionnariale, Dunod, Paris, 1997.
74. Bogliolo F., 1=2 Créer de la valeur… c'est plus facile que vous ne croyez, Edition d'organisation, Paris, 2001.
75. Bogliolo F., La création de valeur, Editions d'organisation, Paris, 2000.
76. Boucher C., La valorisation des sociétés de la nouvelle économie par les option réelle : vertiges et controverses d'une analogie, CEPN, Université Paris-nord, Mai 2002,.In : http://gdrtics.u-paris10.fr/pdf/doctorants/2002-10_boucher.pdf, Consulté le 15/09/2005.
77. Boukhalifa. Y., Evaluation d'une entreprise, In revue algérienne de comptabilité et audit, N°15, éditée par SNC, Alger, 3eme trimestre 1997.

78. Bouquin H., Comptabilité de gestion, Sirey, Paris, 1997.
79. Bouquin H., Le contrôle de gestion, 4e édition, PUF, 1998.
80. Brilman J et Maire. C., Manuel d'évaluation des entreprises, Les éditions d'organisation, Paris, 1993.
81. Brilman J., Les meilleures pratiques de management, 3e édition, Edition d'organisation, Paris,2001.
82. Bromwich M. & Walker M., Residual income past and future, Management accounting research, Vol 9.
83. Caby J. et Hirigoyen G., La création de valeur de l'entreprise, 2e édition, Economica, Paris, 2001.
84. Caron F., Le palmarès des opérations de M&A dans le monde, in : Analyse financière, N 114, Mars 1998.
85. Casta. J.F, La comptabilité en « juste valeur » permet-elle une meilleure représentation de l'entreprise ?, in : La revue d'économie financière en ligne, N°71,23/07/2003 . In : http://www.aef.asso.fr/servlets/servePDF?id=3186 , Consulte le 23/04/2005.
86. Cauet J-M. & Bonnin C., L'évaluation de L'entreprise en hôtellerie-restauration-Une nouvelle approche, Edition BPI, Paris, 1991.
87. Charreaux G. et Desbrieres P., Gouvernement d'entreprise : création de valeur au-delà des actionnaires, Les cahiers de l'audit, N°3, Quatrième trimestre 1998.
88. Charreaux G., Finance d'entreprise, 2e Edition, Edition ems, Caen, 2000.
89. Charreaux G., L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace, Septembre 1997. In : http://www.u-bourgogne.fr/LEG/WP/0970901.pdf, Consulte le 02/03/2005.
90. Charreaux G., Le gouvernement de l'entreprise, In : http://perso.orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/ENCYCGE.pdf. Consulte le 10/01/2007.
91. Charreaux G., Michel C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle, in Les grands auteurs en finance, collection dirigé par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.
92. Charreaux. G., Theorie financière et stratégie financière, Août 1992, IAE Dijon, In : http://perso.orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/THFISTG.pdf .
93. Choinel. A., Introduction à l'ingénierie financière, La revue banque, Paris, 1991.
94. Cobbaut R., Théorie financière, Economica, 2eme Edition, Paris, 1992.
95. Cohen E., Analyse financière, 2eme Edition, Ecomonica, Paris.
96. Conseil régional Paris/Ile de France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, Le marche de l'évaluation, Document de travail sur l'évaluation d'entreprises, 25 mars 2005, In : http://entrepriseevaluation.com , site consulté le 22/05/2005.
97. Conso P. et Hemici F., Gestion financière de l'entreprise, 9e édition, Dunod, Paris,1999.
98. Copeland T., Koller T. et Murrin J., La stratégie de la valeur : L'évaluation d'entreprise, Traduit de l'américain par V.Phalippou (Valuation Measuring and Managing the value of companies), Edition d'Organisation Paris, 2002.
99. Coplend T., Koller T.et Murrin J., (Traduit par MICHEL LE Seac'h et CHANTAL Pommier), La Stratégie de la Valeur, InterEditions, Paris, 1991.
100. Defosse G. et Balley P., La bourse des valeurs, Que sais je, Edition Bouchène, Alger, 16e édition, 1993.
101. Degos. J.G et Hirigoyen. G., Evaluation des sociétés et de leurs titres, Vuibrt, Paris, 1988.

102. R. Demestère, Pour une vue pragmatique de la comptabilité, In : Revue française de gestion, N° 157, 04/2005.
103. Dif M., Un marché financier en Algérie : Mécanisme de mise en place et de fonctionnement, in L'économie, N°13, Avril 1994.
104. Doz Y. et Hamel G., L'avantage des alliances : logique de création de valeur, Traduit de l'américain par M-F.Paviellet, Dunod, Paris, 2000.
105. Dublanc A. et Barrioz F., Le guide des indicateurs de marché, Valor Editions, Hendaye, 1998.
106. E. Fama , Efficient capital markets : A review of theory and empirical work, in Journal of finance, Vol 25.N°2, May1970.
107. Francouer C., L'impact des fusions et acquisitions transfrontalières sur la richesse des actionnaires au Canada, Thése de doctorat, Non publier, Université du Québec à Montréal, Septembre 2003.
108. Gallais-Hamonno. G., Harry Markowitz ou la fondation de la finance moderne, In Les grands auteurs en finance, collection dirigée par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.
109. Garibaldi G., L'analyse stratégique, Editions d'organisation, 3eme édition, Paris,2002.
110. Gensse P. et Topasecalian P., Ingénierie finance, Economica, Paris, 1999.
111. Gide. C et Rist. C, Histoire des doctrines économiques : depuis les physiocrates jusqu'à nos jours, Dalloz,2000, Paris.
112. Glais M., Le diagnostic financier de l'entreprise, 2e Edition, Economica, Paris, 1986.
113. Gonedes N., Efficient capital markets and external accounting, in The accounting review, January 1972.
114. Hafsi T., Gérer l'entreprise publique, O.P.U, Alger, 1990.
115. Hamdi K., Comment diagnostiques et redresses une entreprise, Edition Rissala, Alger, 1995.
116. Hamini A., Le contrôle interne et l'élaboration du bilan comptable E P E, OPU, Alger, 1993.
117. Hamon J., Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, in Les grands auteurs en finance, collection dirigée par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.
118. Hamon J., Le rachat d'action : Une politique de valorisation des actions ?, Cahier de recherche n°9801 de CEREG, Novembre 1997, in : www.dauphine.fr/cereg/cahier/cereg9801.pdf , Consulté le 16/09/2005.
119. Hirigoyen G., Nouvelles approches du lien stratégie finance, in : Revue française de gestion, N°92, Janvier-février 1993.
120. Hirigoyen G., Stratégie et finance : approche par la création de valeur, Encyclopédie de gestion, 2e édition, Economica, Paris, 1997.
121. Hirigoyen G., Willam Sharpe et la gestion de portefeuille, in Les grands auteurs en finance, collection dirigée par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.
122. Hirigoyen. G et Caby. J., Histoire de la valeur en finance d'entreprise, Cahiers de recherches de CREF, Université de Bordeaux 4,1998.in : http://cref.U-boreaux4.fr/cahiers/1998-01.htm. Consulté le 06/07/2005.
123. Hoarau C. et Teller R., Création de valeur et management de l'entreprise, Collection Entreprendre, Vuibert, Paris, 2001.
124. Honigman C-N. et Tubiana H-M., Diagnostic, évaluation et transmission des entreprises, Edition Litec, Paris, 1992.

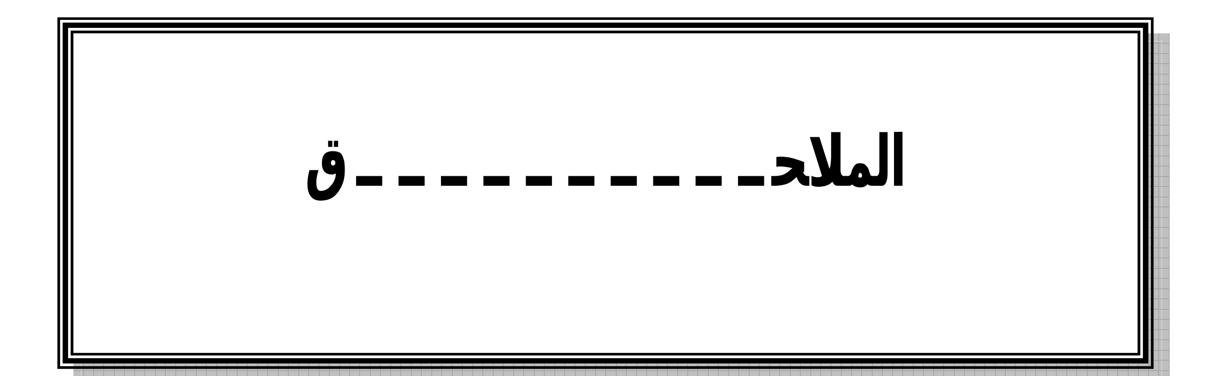
125. Jessua. C., Histoire de la théorie économique, Presses universitaires de France, Paris, 1991.
126. Khaber R., Mourier J-L. et Parisot C., Vers une nouvelle vague d'OPE/OPA ? In Problèmes économiques, Hebdomadaire n° 2.842, Mercredi 4 février 2004, PP :01-05.
127. Labelle R. et Raffournier B., Conseil d'administration et gouvernement d'entreprise : une comparaison internationale, In : La revue du financier, N°127, 2000.
128. Louart. P., Evaluation, In Encyclopédie de gestion et de management, Sous la direction de la DUFF, Dalloz, Paris, 1999.
129. Mansouri M., La Bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition Dar Houma , Alger , 2002.
130. Martinet A.C. et Silem A. (Avec le concours des autres), Lexique de gestion, 5e édition, Dalloz, Paris, 2000.
131. Martinet A.C., Diagnostic stratégique, Vuibert Entreprise, Paris, 1990 .
132. Mauguiere H., L'évaluation des entreprises non cotées, Bordas, Paris, 1990.
133. Melnish T.H. & Doneld J.P., The efficiency of the international money markets, in Journal of business finance and accounting, Vol:09, N°:02, 1982.
134. Mesnard M., Gouvernance d'entreprise, investissement et croissance : les principes de l'OCDE et leur utilisation, Division des affaires institutionnelles -OCDE Paris-, 2002. In : http://www.oecd.org/FindDocument/ Consulté le 08/03/2005.
135. Modigliani F. and Miller M-H., Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, The American economic review, 53 June 1963.
136. Modigliani F. & Miller M.H., The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American economic review, N°48, 1958.
137. Murphy J., L'analyse technique des marchés financiers, Traduit de l'américain par P.Stokowski et A.Dublanc, Valor Editions, Hendaye, 2003.
138. Nabet A., Les systèmes de gestion par la valeur : une analyse de leur impact sur les logiques de contrôle de deux groupes français, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Non publier, Université Paris 09 dauphine, 2001.
139. Njiokou C., Relations d'agence et structure financière des entreprises : théorie et testes empiriques, Thèse pour le doctorat nouveau régime en sciences de gestion, Non publié, Université Pierre Mendes France Grenoble, 1994.
140. Ouedraogo A., Alliance stratégiques dans les pays en développement ; Spécificité, management et conditions de performance : une étude d'entreprises camerounaises et burkinabé, Thèse de PhD en Administration, Non publié, HEC Université de Montréal, Avril 2003.
141. Pajot J., Le rachat d'actions est-il créateur de valeur pour l'entreprise ?, In La revue du financier, N°121,
142. Parrat F., Le gouvernement d'entreprise, MAXIMA éditeur, Paris, 1999.
143. Péne D., Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Tome 2, Evaluation et montage financier, 2eme Edition, Economica, Paris, 1993.
144. Picon O., La bourse : Ses mécanismes, Gérer son portefeuille, réussir ses placement, 14^{e} édition, Dalloz, Paris, 2000.
145. Pierre.F et Besançon.E, Valorisation d'entreprise et théorie financière, Edition d'organisation, Paris, 2004.
146. Pirolli R., l'évaluation des entreprises dans les opérations de concentration, Editions Masson, Paris, 1981.
147. Poincelot D. et Schatt A., Le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées en bourse : bilan d'une pratique nouvelle en France, In La revue du financier, N°122.
148. Radcliffe R., Investment : concept, analysis and strategy, 3 STOTT, Foresman and comp, 1982.

149. Raffegeau J. et Duboit F., L'évaluation financière de l'entreprise, Presse universitaire de France, 1988.
150. Rafiki S. et Sadq A., Un essai de synthèses des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises, In La revue de financier, N°131, 1997.
151. Reucheron P.A. et Pirou E., Evaluation financière des société innovantes lors de leur introduction au nouveau marché, Mémoire de recherche, DESS en finance d'entreprise, Université de Rennes1, Octobre2000. In : http://cerefia.eco.univ-rennes1.fr/cerefia/dossiers/prof/introNMEvaluation/memoirePirouReucheron00.pdf , Consulté le 14/03/2004.
152. Richard B., Gouvernement d'entreprises : intérêt des actionnaires et intérêt des dirigeants, In : La revue du financier, N°127, 2000.
153. Richard. J., Fair value, le troisième stade du capitalisme comptable ? le cas de la France (02), In Analyses et documents économiques, N°96, Juin 2004, PP :43-48.
154. Ricol. R et Bonnet-Bernnard. S, La juste valeur : un serpent de mer depuis bientôt quinze ans, In : Revue d'économie financière en ligne ,20/05/2003, http://www.aef.asso.fr , Consulte le 23/04/2005.
155. Roussille M., Quelle est la place du conseil des marchés financiers dans le système financier ?, In La revue du financier, N°121.
156. Sage E., Comment évaluer une entreprise?, Ed Siry, Paris, 1979.
157. Salustro E., Vers l'adoption de règles communes, L'Expansion management review, Septembre 1998.
158. Sater D., M&A: Why most winners lose, In: Stern Stewart research (EVAluation), Volume 3, Issue 4, April2001, P: 01. In: http://www.eva.com/ , Consulte le02/04/2006.
159. Shaked I., Michel A. et Leroy P., Pourquoi L'EVA s'est imposée, L'Expansion management review, Septembre 1998
160. Stern G.B., The quest for value, New York, Harper Business, 1991.
161. Stern J., Le père de l'EVA répond de critiques, L'Expansion management review, Septembre 1998.
162. Stewart G.B., EVA: fact or fantasy, Journal of applied corporate finance, Vol7, 1994.
163. Tabatoni O. et Pierre M.A., L'évaluation de l'entreprise, PUF, Paris, 1979.
164. Teller R., Le contrôle de gestion- pour un pilotage intégrant stratégie et finance, Les essentiels de la gestion, Editions management et société, 1999.
165. Thiaville L., Connaître l'analyse technique : pour comprendre les graphique en bourse, Edition Le journal des finances, Paris, 2002.
166. Trébucq. S., De l'idiologie et la philosophie en gouvernance d'entreprise, in Revue française de gestion, N°158, 5/2005.
167. Tweedie. D, Le rôle de la juste valeur dans la comptabilisation des instruments financiers, 05/06/2003, In : http://www.aef.asso.fr , Consulte le 23/04/2005.
168. Vernimmen P., Finance d'entreprise, 5e Edition, Dalloz, Paris, 2002.
169. Vizzavona P., Pratique de gestion, Tome 3 : Evaluation des entreprises, Berti Edition, Tipaza, 1990.
170. Zarlowski. P., Pilotage par la valeur: étude théorique et analyse d'un exemple de mise en oeuvre, Thèse de doctorat en science de gestion, Non publier, Université Paris Dauphine, 1996.

- **Divers** :

171. COSOB, Rapport annuel 2004, In www.cosob.com.dz

172. www.Saidalgroup.com Le site de group Saidal.
173. Group Saidal, Rapports de gestion, 1998, 1999,2000, 2001, 2002, 2003, 2004 et 2005.
174. Document Saidal, Stratégie a long terme 2002-2011.
175. Saidal News, Bulletin d'information interne du Group Saidal, Divers Numéros.
176. www.cosob.dz.com Le site de la COSOB.
177. www.eva.com Le site de Cabinet de consulting Stewart Stern
178. Cours en économie d'entreprise : Prise de décision, In : http://geronim.free.fr/ecoent/cours/decision.htm , Consulte le 24/02/2005.
179. Analyse technique versus analyse fondamentale. In : www.edubourse.com/guide/fiche/.php?idFiche=218, Consulté le 27/09/2005.
180. La bourse d'Alger, Guide de la bourse et des opérations boursières, M.L.P.Editions, Alger, 1998.
181. Conseil régional Paris/Ile de France de l'ordre des experts comptables et Compagnie des conseils et experts financiers, http://entrepriseevaluation.com
182. www.ivsc.org Le site du comité international des normes d'évaluation.
183. La lettre VERNIMMEN.NET, N°22, Septembre 2003.
184. http://www.oec-paris.fr Le site de l'ordre des experts comptables de la France
185. http://www.experts-comptables.org , site de base des données.
186. http://www.ccef.net, Le site de compagnie des conseils et experts financiers (la France).



الملحق رقم (01): كيفية تحديد تدفقات السيولة

الملحق رقم (02): بعض العناصر التي تدخل في تكوين فائض القيمة Goodwill

الملحق رقم (03): استمارة الاستبيان

ا لاحق:

ا لحق رقم 01: كيفية دید تدفقات السيولة Flux de liquidité

		يوم تاريخ التقييم	السنة الأو	السنة الثانية	...	السنة ن
	ا بيعات					
	+ Δ زون ا نتجات النهائية					
	= الإنتاج					
	- مواد أولية مستهلكة					
	- مصاريف ا ستخدم					
	- أعباء أخرى متغ ة					
	- أعباء أخرى ثابتة					
(أ)	= الفائض ا ام للاسـتغلال ا توقـع EBE prévisionnels					

		يوم تاريخ التقييم	السنة الأو	السنة الثانية	...	السنة ن
	Δ ا خزون					
	+ Δ الزبائن					
	- Δ ا وردون					
	+ Δ أعباء مدفوعة مسبقا					
	- Δ ديون الاستغلال ا ستحقة					
	...					
(ب)	= Δ احتياج رأس ا ـال العامـل ا توقع EBE prévisionnels Δ					

		يوم تاريخ التقييم	السنة الأو	السنة الثانية	...	السنة ن
	استثمارات الأراضي					
	+ استثمارات ا با					
	+ استثمارات ا عدات					
	+ استثمارات معنوية					
(ج)	= الاستثمارات الإ الية					

		يوم تاريخ التقييم	السنة الأو	السنة الثانية	...	السنة ن
	الضريبة على أربـاح الشـركات النظريـة علـى الفـائض ا ـام للاستغلال (EBE)					
	- فيض الضـريبة نـاتج عـن صصات الاهتلاكات					
	- فيض الضـريبة نـاتج عـن صصات ا ؤونات					
	- عناصر آخر					
(د)	= رصيد التدفقات ا رتبطـة بـ ـ ض.أ.ش					

القيمة ا تبقية للمؤسسة (قيم مقدرة من ا يزانية ا توقعة للسنة ن (ا دة ا دة لاستحداث التدفقات))

		السنة ن
	ا خزونات	
	+ الزبائن	
	- ا وردين	
	+ أعباء مدفوعة مسبقا	
	- ديون الاستغلال ا ستحقة	
	= الاحتياج لرأس ا ـال العامـل ا توقع	
	الأراضي	
	+ ا با	
	+ ا عدات	
	+ استثمارات معنوية	
	= قيمة الاستثمارات	
	ا لموع	
	باقي الفائض ا تمـل (Good Will)	
(هـ)	القيمة النهائية (ا تبقية للمؤسسة)	

	يوم تاريخ التقييم	السنة الأو	السنة الثانية	...	السنة ن
(أ) الفائض ا ام للاستغلال ا توقع					
- (ب) تغ احتياج رأس ا ال العامـل ا توقع					
- (ج) الاستثمارات					
- (د) رصيد تدفقات الضـريبة علـى الأرباح					
+ التنازل عن الاستثمارات					
= التدفق النقدي ا تاح					
+ القيمة النهائية (ا تبقية) للمؤسسة					
= تدفقات ا زينة الإ الية					

ا لمحق رقم 02: بعض العناصر ال تدخل تكوين فائض القيمة Goodwill:

أ) ـ عناصر مرتبطة بزبائن ا ؤسسة :

- مدى وفاء وموقف الزبائن اه ا ؤسسة ؛
- عدد الزبائن (عدم ا ضوع لزبون واحد) ؛
- نوعية الزبائن (عدد غ ا لتزم بالدفع، السرقات، ...) ؛
- إمكانية زيادة الزبائن (أسواق كامنة معت ة، تصدير، ...) ؛
- العلاقات ا يدة مع الزبائن .

ب) ـ العناصر ا رتبطة وردي ا ؤسسة :

- إمكانية اختيار ا وردين ؛
- إمكانية خلق منافسة ب ا وردين للتفاوض حول شروط الشراء ؛
- نوعية خدمات ومنتجات ا وردين (تسليم منتظم، نوعية منتجات ثابتة، ...) .

ج) ـ العناصر ا رتبطة بعمال ا ؤسسة :

- ا عرفة ا تراكمة للعمال (على يع ا ستويات) ؛
- نوعية العلاقات ب الإدارة والعمال (دودية خطر الإضراب) ؛
- ضعف معدلات الغياب ؛
- نوعية العمل ا قدم من طرف العمال (ا عرفة التقنية) ؛
- سهولة استبدال العمال ؛
- حركية الإدارة ؛
- حركية العمال (ا عرفة التجارية والتنظيمية) ؛
- ضعف حركة دخول وخروج العمال (ضعف معدل الدوران) ؛

- نوعية خدمات الإداري (معرفة إدارية ، س التسير) .

د) ـ العناصر ا رتبطة بالبنوك :

- نوعية واستقرار العلاقة مع البنوك ؛
- ا قدرة على الاقتراض طويل الأجل ؛
- التسهيلات الائتمانية (ا صم، السحب على ا كشوف) ا وافق عليه من طرف البنك .

هـ) ـ العناصر ا رتبطة بأطراف أخرى ا علاقة با ؤسسة :

- نوعية العلاقة مع ا يئات الاجتماعية ؛
- نوعية العلاقة مع مصلحة الضرائب ؛
- نوعية العلاقة مع مفتشية العمل ؛
- نوعية العلاقة مع النقابات .

و) ـ العناصر ا رتبطة بذمة ا ؤسسة :

- نوعية معدات الإنتاج (آلات جديدة، مقاومة، ليست مصدرا للضجيج، ...) ؛
- نوعية الأماكن Locaux (إمكانية التوسع ...) ؛
- السمعة ا يدة ونوعية الرسوم، العلامات والنماذج، ا قوق ال تتمتع با ا ؤسسة ؛
- التوفر على أجهزة ا علوماتية ا ديثة ال من شأنا خلق تنظيم جيد على كل ا ستويات .

ي) ـ العناصر ا رتبطة بإنتاج ا ؤسسة :

- نوعية السلع ا نتجة، أو ا دمات ا قدمة من طرف ا ؤسسة ؛
- شهرة هذه السلع أو ا دمات ؛
- قدرة ا ؤسسة على تطوير نوعية منتجاتا (مصلحة ث وتطوير فعالة ، ...)
- أسعار تنافسية للسلع أو ا دمات .

ن) ـ العناصر ا رتبطة با نافسة :

- عدد ا نافس ؛
- وضعية ا نافس السوق ؛
- نوعية ا نافس ؛

الوضعية ا غرافية للمنافس .

الملحق رقم 03: استمارة الاستبيان

الأستاذ الفاضل

يقوم الباحث سويسي هواري بدراسة مدى أ ية تقييم ا ؤسسات دعم ا اذ القرار للأطراف ا عنية با ؤسسة، وا تمثلة ا ستثمرين ا الي ا الي وا رتقب ومسـ ي ا ؤسسة، وذلك إطار إعداد أطروحة دكتوراه علوم التسي بعنوان: " تقييم ا ؤسسة وأ يته ا اذ القرار إطار التحولات الاقتصادية با زائر " . وذلك من خلال دراسة موضوع تقييم ا ؤسسات إطاره ا وسع، الذي يشمل أغراض التفاوض(وجود طرف على الأقل مثل ما دث عمليات التنازل كا وصصة) وأغراض ا اذ القرار للأطراف ا هتمة با ؤسسة، هذا الأخ هو الذي ثل ور دراستنا، إذ الاقتصار على ا ستثمرين ا الي البورصة ومسـ ي ا ؤسسات.

فبعد التطرق ا سبق، وا تمثل ا انب النظري للموضوع، ارتأينا -قصد استفاء هذا البحث- أن نتبعه بدراسة ميدانية بغرض معرفة مدى مطابقة الواقع ا التوصل إليه من نتائج ا انب النظري، وذلك من خلال الوقوف على واقع تقييم ا ؤسسات ا زائر والدوافع ا دعت إليه من جهة، ومن جهة أخرى معرفة التحديات ا رفوعة والأفاق ا نتظرة من عملية التقييم فيما يرتبط بدافع ا اذ القرار للأطراف ا هتمة با ؤسسة، خاصة ا ستثمرين ا الي ومسـ يها ظل ما يشهده الاقتصاد ا زائري من ول و نظام اقتصاد السوق وما يتبعه من انفتاح اقتصادي، وضرورة وجود بورصة للقيم تتمتع بقدر مقبول من الكفاءة. لذا اول هذا الاستبيان معرفة وجهة نظركم ال واقع تقييم ا ؤسسات وما تعلق بغرض التقييم ا اذ القرار للمستثمرين ا الي البورصة.

لذا ندعو سيادتكم إ الإجابة عن أسئلة الاستمارة ا يع عن وجهة نظركم حول ا وضوع، وذلك بوضع إشارة يزة ا انة أو ا انات ا ناسبة لرأيكم مع إمكانية التعليق أو إضافة أي أمر ترونه ضروريا أماكن النقاط ا تعقب بعض الإجابات ا تمل وجود عناصر يتم ذكرها. ونشكركم سلفا على تعاونكم و صيص جزء من وقتكم لأ بيانات هذا الاستبيان، ا دم البحث العلمي والصا العام.

البيانات الشخصية:

1- اللقب والاسم (اختياري):...

2- ا نس: ذكر ☐ أنثى ☐

3- الشهادة العلمية و ال التخصص:...

4- الوظيفـ ـ ـ ـ ـ ـ ـة:...

5- ا ؤسسة ال تنتمي ـ ا:..

6- مدة ا بـ ـ ـ ـ ـ ـرة:...

ارسة تقييم ا ؤسسات بشكل عام:

7- هل تعتقد أن تعدد وكثرة مناظ وطرق تقييم ا ؤسسات على ا ستوى الأكاد ي وا هـ أمرا م را نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

إذا كان ا واب بنعم، ذلك ا ـ:

- تعدد الأهداف والدوافع من وراء التقييم ☐ - تنوع ا ؤسسات من حيث ا جم والقطاع الذي تنشط فيه ☐
- اختلاف الوضعية ا الية للمؤسسات ☐ - اختلاف وجهة نظر طر التفاوض (البائع وا شتري) ☐
- تعدد ا رجعية النظرية لتقييم ا ؤسسات (الفكر ا ا والفكر ا اس) ☐
- اختلاف مستويات نضج ا يط الاقتصادي للبلدان(نضج النظام ا ا ، نضج البنية التحتية للمعلومات،....) ☐
- أخرى، أذكرها: ....

....

إذا كان ا واب بلا، اذا؟...

....

8- لنجاح عملية تقييم ا ؤسسات، لا بد من توفر ومعرفة موعة من ا ددات ترشح و عل من طريقة أو طرق معينة ملائمة دون أخرى. هل توافق ذلك : نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

إذا كان ا واب بنعم فرتب درجة أ ية هذه ا ددات

	هام جدا	هام	متوسط الأ ية	ضعيف الأ ية	عد الأ ية
- طبيعة وضوح ا دف والدافع من وراء عملية التقييم	☐	☐	☐	☐	☐
- طبيعة حجم ا ؤسسة	☐	☐	☐	☐	☐
- طبيعة القطاع الذي تنشط فيه ا ؤسسة	☐	☐	☐	☐	☐
- الوضعية ا الية للمؤسسة	☐	☐	☐	☐	☐
- تكاليف الطريقة ا ستعملة التقييم	☐	☐	☐	☐	☐
- وضعية ا يط والنظام الاقتصادي للبلد	☐	☐	☐	☐	☐

- أخرى، أذكرها:...

....

9- إذا ما ديد ا دف (الدافع) بدقة والوقوف على وضعية ا ؤسسة من خلال عملية التشخيص وكذا معرفة وضعية طالب التقييم (هل هو بائع أو مشتري) فيفترض أن تكون للمؤسسة قيمة واحدة تتحدد باستعمال طريقة واحدة (أو تتحدد عن طريق إ اد ال للقيم بطرق معينة يتضمن تلك القيمة)، هل توافق ذلك؟ نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

إذا كان ا واب بلا فلماذا برأيك؟..

....

10- إن استعمال متوسط نتائج عدة طرق للتقييم لنفس ا ؤسسة نفس الوقت لا يعتـ قياسا دقيقا، ويظهر ذلك عدم القدرة على ضبط دات عملية التقييم بشكل دقيق، هل توافق ذلك؟ نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

إذا كان ا واب بلا فلماذا برأيك؟..

....

واقع ارسة تقييم ا ؤسسات ا زائر:

11- هل سبق لك أن قمت أو شاركت تقييم مؤسسة أو مؤسسات؟ نعم ☐ لا ☐ كم مرة ....

12- إذا كان ا واب بنعم فما هو ا دف(الدافع) /أو الدوافع من وراء ذلك:

- خوصصة ☐ - الدخول لبورصة القيم ☐ – تصفية ☐ - إعادة هيكلة ☐

-أخرى، أذكرها:..

....

13- توجد عدة دوافع لتقييم ا ؤسسات، ما هي الدوافع ال استدعت عملية التقييم ا زائر برأيك؟

1/13- عملية ا وصصة ☐ 2/13- الدخول إ بورصة القيم ☐ 3/13- إعادة هيكلة ا ؤسسات ☐

4/13- تصفية ا ؤسسات ☐ 5/13- تقييم الأسهم لأغراض الاستثمار ا ا البورصة ☐

6/13- التقييم لأغراض تسي ا ؤسسة (تبـ التسي بالقيمة قصد تفعيل ا اذ القرار لرفع قيمة ا ؤسسة) ☐

- أخرى، أذكرها: ....

....

14- من بـ تلف الطرق وا ناظ ا ستعملة عملية تقييم ا ؤسسات، رتب درجة استعما ا ا زائر حسب رأيك (1، 2، ....)

- طرق ترتكز على منظور الذمة ا الية (ا يزانية) ☐ - طرق ترتكز على منظور التدفقات ☐

- طرق ترتكز على ا مع بـ ا نظورين (Good will) ☐ - استعمال موعة من الطرق ذات مناظ تلفة وحساب ا توسط لنتائجها مع إمكانية الترجيح ☐

- طرق أخرى، أذكرها ورتبها:.. ☐

.... ☐

.... ☐

15- إذا اختيار الطرق ا رتكزة على الذمة ا الية ا زائر، ذلك لـ :

1/15 - صعوبة تطبيق منظور التدفقات ☐ 2/15 - سهولة تطبيق منظور الذمة ا الية ☐

3/15 - أنه أكثر تعبـ ا أغلب الأحوال عن واقع ووضعية ا ؤسسات والأهداف والدوافع من التقييم ☐

- أخرى، أذكرها:..

....

16- إذا كان ا واب على 1/15 ذلك لـ :

1/16- عدم نضوج وكفاية ا هات ال كن من ع معلوماته كالنظام ا صر والسوق ا ا والنظام ا ا يشكل عام ☐

2/16- عدم موافقة الطريقة لغالبية ا ؤسسات ال تعا من وضعية مالية صعبة (قيق ا سائر) ☐

3/16- يل أغلبية ا اء ا قيم ا زائر للنظرة ا اسبية باعتبارهم اسب معتمدين وخ اء اسب ☐

أخرى، أذكرها:..

....

17- برأيك اللجوء كاتب خ ة خارجية (أجنبية) ال التقييم ا زائر، نظرا لـ :

1- عدم كفاية الاعتماد على ا اسب وا اء ا اسب ا سجل ا صف الوط أو ح على خ اء لي خارجه (ا صف) ☐

2- قدرة ا كاتب الأجنبية الوصول إ قيم موضوعية للمؤسسات ل التقييم ☐

3- ثقة الأطراف ا هتمة بعملية التقييم بتلك ا كاتب الأجنبية، ا يضفي صفة القبول العام على نتائجها ☐

4- بسبب فتح سوق التقييم ا زائر، وتوفر شروط ا ناقصة فيها ☐

- أخرى، أذكرها:..

....

18- من ب الإجراءات ال سن من نتائج عملية التقييم ا زائر هو إنشاء هيئة تنظم عمل ا اء ا قيم بشكل منفصل،

هل توافق على ذلك: نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

- إذا كان ا واب بنعم، ما هو العمل ا طلوب من هذه ا يئة برأيك:

- سن القوان ا رتبطة بأخلاقيات ا هنة ☐ - العمل على تنميط تقارير ا اء علها موحدة ☐

- سن معاي للتقييم للمؤسسات والعناصر (الأصول والأسهم) ا كونة ا ☐ - العمل على توحيد طرق ومن تقريب نتائج التقييم الظروف ا ماثلة ☐

أخرى، أذكرها:..

....

....

19- وجود مثل هذه ا يئة برأيك هل كن من إضفاء صفة القبول العام على الآراء الفنية ال تتمثل القيمة (أو ال القيم) الذي يصدر عن ا اء؟ نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

20- مرحلة متقدمة، هل توافق على انضمام هذه ا يئة إ نة معاي التقييم الدولية IVSC نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

- إذا كان ا واب بنعم، ذلك لـ :

- إعطاء مصداقية أك لنتائج عملية التقييم، وتعزيز صفة القبول العام ☐

- انفتاح الاقتصاد ا زائري على العا ، وضرورة الا راط ا هات الداعمة لعمليات جهود التوحيد الدو عدة الات كما دث ا اسبة ☐ - فتح سوق التقييم ا زائر للأجانب ☐

- أخرى، أذكرها:..

....

إذا كان ا واب بلا، فلماذا ؟ ....

....

التقييم والاستثمار ا ا :

21- لتقييم ا ؤسسات دور هام عدة الات (التقييم لأغراض التفاوض)، فما هو رأيكم دوره ال ا اذ القرار للمستثمرين ا الي بالبورصة: - ليس ا دور ☐ ضعيف ☐ - متوسط ☐ - هام ☐ - هام جدا ☐ - لا أدري ☐

22- إذا كان ا دورا مهما كانت درجته فإنه يتمثل :

- ترشيد القرارات ا تعلقة بشراء وبيع الأوراق ا الية ☐
- الوصول إ القيمة ا قيقية للورقة ا الية عقب دخول معلومات جديدة للسوق ☐
- يساعد ا ضاربة ع البحث عن فوارق القيمة (ب السعر ا سجل والقيمة ا قيقية ا سوبة) ☐

أخرى، أذكرها:...

....

23- برأيك، إذا توفرت مبع ا ستثمرين ا علومات نفس الوقت واستطاعوا أن للوها ويقيموا وفقها الورقة ا الية، هل تصبح هناك فوارق قيمة (أرباح غ عادية: الفرق ب السعر ا سجل والقيمة ا قيقية للورقة ا الية) نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

-إذا قت الأرباح غ العادية، فهل يع ذلك أن السوق ا ا يتميز بالكفاءة نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

24- هل توافق، أن تب عملية التقييم لدى يع ا ستثمرين عند ليلهم للمعلومات بشكل مستمر، وسعيهم الدائم للبحث عن ا ضاربة (فرق القيمة) هو إحدى الدوافع ال عل السوق تتمتع بكفاءة نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

25- برأيك، إذا أصبحت السوق كفؤة فهل تساعد عمليات التقييم بشكل عام نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

- إذا كان ا واب بنعم ذلك لأنا تساعد العملية :
- عمليات التقييم للشركات ا درجة وغ ا درجة، باستعمال طرق التقييم ا رتكزة على ا قارنة ☐
- تصبح القيمة السوقية ا سجلة معـ ة عن القيمة ا قيقية، وبذلك تساعد عملية التسي للشركات ا درجة البورصة ☐
- يصبح ا ستثمر ا ا على علم بوضعية الشركات ا قيقية (ا علومات سيئة أو جيدة منعكسة على السعر)، ا يؤدي به إ ترشيد قراراته ☐
- أخرى، أذكرها:...

....

26- تظهر ا اجة الكبـ ة ا زائر لتقييم ا ؤسسات لأغراض ا اذ القرار للمستثمرين ا الي بسبب الضيق الشديد وعدم نضوج بورصة القيم هل توافق ذلك نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

27- هل تعتقد أن تب عملية التقييم للمستثمرين ا الي البورصة ستؤدي إ ترشيد قراراتم نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐

28- هل تعتقد أن عملية التقييم ورشادة ا ستثمرين ستؤدي إ ا سا ة رفع كفاءة السوق نعم ☐ لا ☐ لا أدري ☐